

Ngành Dầu khí

Ngành
Ngày báo cáo

Năng lượng
14/11/2024

Dương Tấn Phước
Chuyên viên

Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên

Đình Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

Hạ dự báo giá dầu do rủi ro gia tăng đối với thương mại toàn cầu

Các chính sách thương mại cứng rắn hơn của Mỹ đối với Trung Quốc và khả năng trả đũa có thể sẽ tái khởi động một cuộc chiến tranh thương mại có khả năng gây áp lực lên thương mại toàn cầu và mức tiêu thụ dầu: Khả năng từ việc Tân Tổng thống Mỹ Donald Trump sẽ áp mức thuế 60% lên hàng hóa của Trung Quốc sẽ làm gia tăng nguy cơ về một cuộc chiến thương mại mới với Trung Quốc. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) dự báo rằng nếu thuế quan tăng và ảnh hưởng đến "một vùng rộng đáng kể" trong thương mại toàn cầu vào giữa năm 2025, thì sản lượng toàn cầu có thể sẽ giảm 0,8% trong năm 2025 và 1,3% trong năm 2026. Một nhà kinh tế của UBS ước tính rằng mức thuế quan 60% đối với hàng nhập khẩu Trung Quốc sẽ làm giảm 2,5 điểm % tốc độ tăng trưởng GDP của Trung Quốc sau 1 năm. Woodmac và Goldman ước tính rằng các mức thuế cao hơn có thể sẽ làm giảm nhu cầu dầu toàn cầu ở mức từ 500.000-760.000 thùng/ngày (1/3 đến 1/2 mức tăng dự kiến hiện tại cho năm 2025) và khiến giá dầu giảm từ 5-7 USD/thùng so với mức hiện tại (mức ngày 11/11).

Chính sách năng lượng trước đây của ông Trump có thể sẽ tiếp tục được áp dụng trong nhiệm kỳ thứ 2. Chính quyền sắp tới của Mỹ có thể sẽ tiếp tục thúc đẩy độc lập năng lượng thông qua việc tăng cường sản xuất và xuất khẩu dầu. Các động thái này có thể sẽ thúc đẩy nguồn cung dầu toàn cầu và gây áp lực giảm đối với giá dầu.

Chúng tôi tiếp tục duy trì giả định giá dầu Brent trung bình năm 2024 ở mức 80 USD/thùng: Tính đến ngày 13/11, giá dầu Brent trung bình từ đầu năm là 81 USD/thùng và giá dầu Brent hiện tại là 72 USD/thùng. Các mức giá này nhìn chung phù hợp với dự báo trung bình cả năm của chúng tôi (80 USD/thùng).

Chúng tôi giảm 10% dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2025 xuống mức 70 USD/thùng (-12,5% YoY). Dự báo trung vị về tăng trưởng nhu cầu dầu thô toàn cầu năm 2025 từ Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA), Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA), và Tổ chức các nước xuất khẩu dầu lửa (OPEC) đã giảm mạnh trong tháng qua từ mức 1,6 triệu thùng/ngày vào tháng 9 xuống mức hiện tại là 1,3 triệu thùng/ngày. Mức tăng trưởng nhu cầu này (không bao gồm việc tái xây dựng hàng tồn kho của Mỹ) vẫn thấp hơn so với mức tăng sản lượng dự kiến từ OPEC+ là 1,2 triệu thùng/ngày (khi khối này bắt đầu nới lỏng các đợt cắt giảm sản lượng hiện tại từ tháng 01/2025 so với kế hoạch trước đó của khối là tháng 12/2024) và sản lượng của Mỹ dự kiến sẽ tăng 0,4 triệu thùng/ngày (theo EIA). Ngoài ra, báo cáo tháng 10 của EIA dự báo rằng sẽ xảy ra tình trạng dư thừa nguồn cung dầu nhẹ, trái với dự báo nguồn cung sẽ cân bằng trong báo cáo tháng 9 của cơ quan này.

Chúng tôi giảm 7% giả định giá dầu Brent trung bình giai đoạn 2026-2029 xuống còn 69-70 USD/thùng. Mức giảm này phản ánh tác động tiềm năng sắp tới của chính quyền Mỹ. Ông Trump có khả năng sẽ tăng thuế quan, đặc biệt là đối với Trung Quốc, từ đó có thể sẽ làm chậm lại tốc độ tăng trưởng của kinh tế toàn cầu và khiến nhu cầu dầu giảm. Về phía nguồn cung, cả Mỹ và OPEC+ đều kỳ vọng rằng sản lượng dầu sẽ tăng. Chính sách của Mỹ có thể sẽ thúc đẩy OPEC+ nới lỏng các đợt cắt giảm sản lượng nhanh hơn, từ đó làm gia tăng nguồn cung toàn cầu. Giả định giá dầu Brent trung bình giai đoạn 2026-2029 của chúng tôi là khoảng 70 USD/thùng, thấp hơn khoảng 5% so với mức đồng thuận là 73 USD/thùng. Chúng tôi lưu ý rằng giả định giá dầu của chúng tôi cho giai đoạn 2025-2029 vẫn ở mức cao hơn khoảng 20% so với mức trung bình trước dịch COVID (2015-2019), điều này sẽ hỗ trợ các hoạt động thăm dò & khai thác (E&P) trong nước và quốc tế.

Chúng tôi cho rằng dự án Lô B sẽ được tiếp tục do tình trạng thiếu hụt khí đốt trầm trọng của Việt Nam: Chúng tôi tiếp tục duy trì ước tính rằng mức chi tiêu đối với hoạt động E&P trong nước sẽ cải thiện 14% YoY trong năm 2024 lên mức 0,8 tỷ USD, sau đó sẽ tiếp tục tăng lên mức 1,3 tỷ USD trong năm 2025 (+63% YoY), và đạt đỉnh ở mức 2,8 tỷ USD trong năm 2027. Diễn biến này tương ứng với mức chi tiêu trung bình trong giai đoạn 2025-2029 là 2,1 tỷ USD, cao hơn gấp 2,6 lần so với mức trung bình hàng năm của chu kỳ trước (2015-2023).

Chúng tôi giảm 5,8% giá dầu nhiên liệu (FO) năm 2025 của chúng tôi từ mức 430 USD/tấn xuống mức 405 USD/tấn (-12,9% YoY) do chúng tôi giảm dự báo giá dầu Brent của chúng tôi từ mức 78 USD/thùng trong báo cáo trước đây xuống mức 70 USD/thùng. Chúng tôi kỳ vọng FO sẽ có chung diễn biến với giá dầu Brent trong năm 2025 sau 2 năm liên tiếp đạt mức khả quan.

Chúng tôi dự báo giá nhập khẩu LNG của Việt Nam sẽ tăng 6% YoY trong năm 2025 lên mức 14 USD/triệu BTU nhưng sẽ giảm dần trong những năm sau đó. Điều này sẽ gây ra áp lực chi phí đối với các nhà máy nhiệt điện khí trong năm 2025 nhưng áp lực sẽ giảm dần từ năm 2027 trở đi. Chúng tôi tiếp tục duy trì dự báo giá nhập khẩu LNG năm 2025 của Việt Nam ở mức 14 USD/triệu BTU (+6% YoY). Giá định giá nhập khẩu tăng (do dự báo đồng thuận của thị trường rằng tình trạng thắt chặt nguồn cung sẽ tiếp tục kéo dài) sẽ bù đắp cho việc chúng tôi dự báo giá dầu Brent giảm (trang 16).

Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu trong ngành: PVT, PVS, DPM, DCM. Chúng tôi sẽ không thay đổi dự báo lợi nhuận/giá mục tiêu của chúng tôi trong Báo cáo cập nhật này nhưng sẽ đưa dự báo giá dầu điều chỉnh vào các Báo cáo cập nhật công ty sắp tới của chúng tôi.

Việc giá dầu giảm có thể sẽ có tác động tích cực nhẹ đối với các công ty phân bón (DPM và DCM) vì giá khí đốt đầu vào của các công ty này có mối liên quan mật thiết đối với giá dầu.

Việc giá dầu & khí đốt giảm có thể sẽ có tác động tích cực nhẹ đối với các nhà máy nhiệt điện khí như NT2 và POW. Các nhà máy này có thể sẽ có mức chi phí tốt hơn để cạnh tranh trong thị trường phát điện cạnh tranh (khoảng 20-30% sản lượng thương phẩm của các công ty này) và việc chi phí khí đốt giảm cũng có khả năng sẽ hỗ trợ cho sản lượng huy động của các công ty trên.

Tác động của giá dầu đối với PVT và PVS là khá hạn chế. Các chính sách của ông Trump về việc tăng cường sản lượng và xuất khẩu dầu có thể sẽ làm thay đổi dòng chảy thương mại của dầu vì Mỹ xuất khẩu nhiều dầu hơn cho thị trường Châu Á. Điều này dẫn đến việc gia tăng nhu cầu cho các tuyến vận tải đường dài (từ Mỹ đến Châu Á và từ Mỹ đến Châu Âu). Điều này có thể sẽ duy trì nhu cầu tấn-dặm ở mức ổn định cho các tàu chở dầu và thúc đẩy giá cước thuê tàu, ngay cả khi sản lượng vận tải có thể giảm. Ngoài ra, PVT kỳ vọng sẽ có thêm tác động tích cực lên giá cước thuê tàu chở LPG. PVS đã đa dạng hóa sang điện gió ngoài khơi, và sản lượng khai thác lớn từ Lô B có thể sẽ giúp làm giảm thiểu tác động.

Việc giá dầu giảm sẽ gây tác động tiêu cực nhẹ đối với GAS và PVD. Giá khí đầu ra của GAS được tính dựa theo giá dầu FO. Tuy nhiên, GAS đang chuyển dịch toàn bộ hoạt động kinh doanh từ kinh doanh khí đốt sang kinh doanh dịch vụ vận tải, nên việc giá dầu giảm chỉ sẽ có tác động tiêu cực hạn chế đối với GAS. Đối với PVD, mức giá dầu thấp hơn có thể sẽ làm chậm đà phục hồi của giá thuê giàn khoan theo ngày, nhưng nhu cầu khoan sẽ tăng nhờ khả năng Mỹ sẽ hỗ trợ cho giá thuê ngày.

BSR là công ty chịu tác động lớn nhất từ giá dầu trong số các công ty thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi, mặc dù PLX cũng bị ảnh hưởng đáng kể. Chúng tôi nhận thấy rủi ro điều chỉnh giảm đối với dự báo lợi nhuận của chúng tôi cho BSR và PLX. Vui lòng xem thêm chi tiết tại các Báo cáo KQKD gần nhất của chúng tôi: [BSR - Giá dầu giảm mạnh dẫn đến khoản lỗ trong quý 3; LNST sau lợi ích CĐTTS thấp hơn kỳ vọng - Báo cáo KQKD](#); [PLX - Lợi nhuận quý 3 thấp do chi phí đầu vào cao trong bối cảnh giá dầu biến động - Báo cáo KQKD](#).

Yếu tố hỗ trợ: Việc nới lỏng cắt giảm sản lượng của OPEC+ thấp hơn dự kiến. Rủi ro: Suy thoái kinh tế Mỹ/EU, nhu cầu dầu đạt đỉnh nhanh hơn dự kiến (2029).

Hình 1: Tác động của giả định giá dầu giảm đối với các cổ phiếu thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi

Mã	Giá cổ phiếu, đồng/cổ phiếu	Giá mục tiêu, đồng/cổ phiếu	Ngày cập nhật giá mục tiêu & khuyến nghị	Tỷ lệ tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời %	Khuyến nghị	Tiềm năng tăng/rủi ro giảm
Các công ty dầu khí								
DPM	34,050	39,700	16/10/2024	16.6	8.8	25.4	MUA	Tiềm năng tăng nhẹ
DCM	37,800	43,100	16/10/2024	14.0	8.0	22.0	MUA	Tiềm năng tăng nhẹ
PVT	28,100	37,300	04/11/2024	32.8	2.8	35.6	MUA	Tác động hạn chế
PVS	36,500	48,800	06/11/2024	33.7	1.9	35.6	MUA	Tác động hạn chế
PVD	23,800	30,800	21/8/2024	29.4	0.0	29.4	KQ	Rủi ro giảm nhẹ
GAS	69,500	81,500	09/10/2024	17.3	4.3	21.6	KQ	Rủi ro giảm nhẹ
PLX	38,900	59,600	08/8/2024	53.2	5.1	58.4	MUA	Rủi ro giảm
BSR	20,100	27,400	09/10/2024	36.3	3.5	39.8	KQ	Rủi ro giảm
Các công ty điện								
NT2	18,950	19,700	10/30/24	3.9	5.3	9.2	PHTT	Tiềm năng tăng nhẹ
POW	11,700	12,600	10/30/24	7.7	0.0	7.7	PHTT	Tiềm năng tăng nhẹ

Nguồn: FiinPro, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 13/11/2024)

Hình 2: Các cổ phiếu ngành năng lượng – Tóm tắt định giá (*)

Mã	Giá cổ phiếu, đồng/cổ phiếu	TT EPS 2023 %	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	P/E trượt 12T x	P/E 2023 x	P/E 2024F x	P/E 2025F x	EV/EBITDA 2024F x	ROE 2024F %	P/B quý gần nhất x	Nợ vay ròng/VCSH %
Các công ty dầu khí												
DPM	34,050	-90.3	41.7	82.9	20.2	30.9	21.8	11.9	5.8	6.4	1.2	-64.9
DCM	37,800	-74.3	42.3	42.8	13.0	19.7	15.6	9.7	8.2	15.4	2.0	-70.6
PVT	28,100	13.5	24.6	25.7	9.4	10.8	8.6	6.9	3.5	16.5	1.3	7.5
PVS	36,500	-6.7	16.3	31.6	18.4	21.5	18.5	14.0	10.2	7.7	1.3	-68.2
PVD	23,800	N.M.	58.2	45.2	23.4	25.9	17.4	11.0	5.3	5.7	0.8	-3.9
GAS	69,500	-21.6	-7.7	10.1	14.1	14.0	15.2	13.8	9.5	17.5	2.8	-69.1
PLX	38,900	95.5	47.0	33.7	18.2	19.2	13.1	9.8	6.0	13.6	2.0	-35.8
BSR	20,100	-42.2	-40.3	31.9	20.8	7.3	12.3	9.3	5.1	8.7	1.1	-54.3
Các công ty điện												
NT2	18,950	-47.8	-91.5	742.1	20.7	12.3	144.9	17.2	12.4	0.9	1.3	-28.1
POW	11,700	-49.6	31.1	55.4	19.6	27.8	21.2	13.7	6.8	4.2	0.9	-13.2

Nguồn: FiinPro, Vietcap (* tăng trưởng lợi nhuận và P/E dựa trên lợi nhuận báo cáo; dữ liệu tính đến ngày 13/11/2024)

Các tác động tiềm năng đối với dầu mỏ toàn cầu từ chính sách của ông Trump

Chính sách của ông Trump đối với ngành năng lượng Mỹ trong giai đoạn 2017-2021

Trong nhiệm kỳ tổng thống từ 2017-2021, chính sách năng lượng của ông Trump chủ yếu tập trung vào việc thúc đẩy năng lượng hóa thạch và gỡ bỏ các rào cản quy định đối với sản xuất năng lượng. Các yếu tố chính trong chính sách năng lượng của ông Trump bao gồm:

Gỡ bỏ quy định: Chính quyền của ông Trump đã hủy bỏ nhiều quy định về môi trường để tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động thăm dò dầu mỏ, khí đốt và than. Các hành động lớn bao gồm việc bãi bỏ Kế hoạch Năng lượng Sạch (Clean Power Plan) và hạn chế quyền hạn của Cơ quan Bảo vệ Môi trường (EPA), qua đó làm giảm chi phí tuân thủ đối với các nhà sản xuất năng lượng.

Tập trung vào năng lượng hóa thạch: Chính quyền ưu tiên phát triển năng lượng hóa thạch, hỗ trợ các ngành than, dầu mỏ và khí đốt tự nhiên. Các sáng kiến đáng chú ý bao gồm việc thúc đẩy khoan ngoài khơi và phê duyệt các đường ống lớn như Keystone XL và Dakota Access, nhằm tăng cường năng lực sản xuất trong nước.

Tự chủ năng lượng: Một chủ đề trọng tâm trong chính sách của ông Trump là giảm sự phụ thuộc vào năng lượng nhập khẩu bằng cách tăng cường sản xuất trong nước. Nỗ lực nhằm đạt được tự chủ năng lượng này cũng phù hợp với các mục tiêu an ninh quốc gia và ưu tiên kinh tế.

Phát triển năng lượng hạt nhân: Mặc dù năng lượng hóa thạch được ưu tiên, ông Trump cũng ủng hộ năng lượng hạt nhân như một nguồn năng lượng sạch và đáng tin cậy. Chính quyền này đã thúc đẩy sự phát triển công nghệ hạt nhân, coi đây là một lựa chọn khả thi trong một danh mục năng lượng đa dạng.

Hỗ trợ hạn chế cho năng lượng tái tạo: Mặc dù chính sách của ông Trump chủ yếu ưu tiên năng lượng hóa thạch, nhưng cũng có một số sự hỗ trợ đối với năng lượng tái tạo. Tuy nhiên, chính quyền này ưa thích các giải pháp dựa trên thị trường hơn là các ưu đãi từ liên bang, phản ánh sự ưu tiên về hiệu quả kinh tế thay vì các mục tiêu năng lượng sạch mạnh mẽ.

Rút khỏi Hiệp định Paris: Vào năm 2017, ông Trump đã thông báo quyết định rút Mỹ khỏi Hiệp định Paris, với lý do liên quan đến các vấn đề kinh tế. Chính quyền này lập luận rằng hiệp định này tạo ra gánh nặng kinh tế không công bằng cho Mỹ trong khi lại thiên vị các quốc gia khác, gây bất lợi cho các ngành công nghiệp Mỹ.

Chính sách năng lượng của ông Trump có thể được tiếp tục trong nhiệm kỳ thứ hai

Chính quyền mới có thể tiếp tục thúc đẩy mục tiêu tự chủ năng lượng của Mỹ, qua đó tăng cường sản xuất và xuất khẩu dầu mỏ trong nước nhằm giảm giá năng lượng tại Mỹ, với kỳ vọng có thể giảm một nửa giá hiện tại. Khi dầu mỏ Mỹ trở nên khả dụng hơn trên thị trường toàn cầu, dòng chảy thương mại có thể thay đổi, với các khu vực như châu Á có khả năng gia tăng sự phụ thuộc vào nguồn cung từ Mỹ. Điều này không chỉ tạo ra một chuỗi cung ứng đa dạng hơn mà còn có thể gây áp lực giảm giá trên thị trường dầu mỏ toàn cầu do sự mở rộng hiện diện của Mỹ.

Tác động đến tiêu thụ dầu mỏ toàn cầu

Các chính sách thương mại cứng rắn hơn của Mỹ đối với Trung Quốc và khả năng trả đũa có thể sẽ tái khởi động một cuộc chiến tranh thương mại có khả năng gây áp lực lên thương mại toàn cầu: Đề xuất áp thuế 60% lên hàng hóa Trung Quốc của ông Trump cho thấy sự chuẩn bị cho một cuộc chiến thương mại quy mô lớn. Việc tăng thuế mạnh này có thể khiến Trung Quốc trả đũa bằng cách áp thuế lên hàng hóa Mỹ, làm gia tăng căng thẳng giữa hai nền kinh tế lớn.

Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) dự báo rằng nếu mức thuế cao của ông Trump ảnh hưởng đến một phần đáng kể thương mại toàn cầu vào giữa năm 2025, sản lượng toàn cầu có thể giảm 0,8% vào năm 2025 và 1,3% vào năm 2026. Ngoài ra, theo ước tính của một chuyên gia kinh tế thuộc UBS,

mức thuế 60% đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc sẽ làm giảm tăng trưởng GDP của Trung Quốc khoảng 2,5 điểm % chỉ sau một năm. Là quốc gia nhập khẩu dầu lớn nhất thế giới, sự suy giảm sản xuất công nghiệp và chế tạo tại Trung Quốc có thể làm giảm đáng kể nhu cầu dầu mỏ, qua đó ảnh hưởng đến tiêu thụ toàn cầu.

Wood Mackenzie ước tính rằng mức thuế cao hơn có thể làm giảm nhu cầu dầu toàn cầu 500.000 thùng/ngày và hạ giá dầu khoảng 5-7 USD/thùng so với mức hiện tại (ngày 11/11).

Goldman Sachs dự báo giá dầu Brent có thể dao động từ 62-76 USD/thùng dưới nhiệm kỳ mới:

- **Goldman Sachs dự báo giá dầu Brent có thể giảm xuống mức 62 USD/thùng vào cuối năm 2025** nếu lạm phát tăng do tác động của thuế quan khiến Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) trì hoãn việc cắt giảm lãi suất và duy trì mức lãi suất hiện tại trong suốt năm.
- **Goldman Sachs dự báo giá dầu Brent có thể giảm xuống 70 USD/thùng trong năm 2025 trong kịch bản chiến tranh thương mại**, trong đó Mỹ áp thuế 10% lên toàn bộ hàng nhập khẩu và các quốc gia khác đáp trả bằng mức thuế tương tự lên hàng hóa Mỹ. Theo ước tính của các chuyên gia kinh tế thuộc tổ chức này, kịch bản này sẽ làm chậm tốc độ tăng trưởng kinh tế toàn cầu, với GDP dự kiến giảm 1,0% tại châu Âu, 0,5% tại Mỹ và khoảng 0,75% tại các khu vực khác, từ đó làm giảm nhu cầu dầu khoảng 760.000 thùng/ngày.
- **Goldman Sachs dự báo giá dầu Brent sẽ giảm nhẹ hơn ở mức 76 USD/thùng nếu OPEC quyết định không tăng sản lượng**, làm giảm bớt tác động của kịch bản thuế 10%.

Citi cho rằng nhiệm kỳ thứ 2 của ông Trump có thể tạo áp lực giảm giá dầu trong suốt giai đoạn 2025, với giá dầu Brent trung bình được dự báo ở mức 60 USD/thùng, chủ yếu đến từ các chính sách thuế quan tiềm năng và nguồn cung dầu gia tăng (dữ liệu ngày 7/11).

Tác động đến thị trường tàu chở dầu

Tác động tích cực tiềm năng từ việc gia tăng sản lượng và xuất khẩu dầu thô, sản phẩm dầu của Mỹ

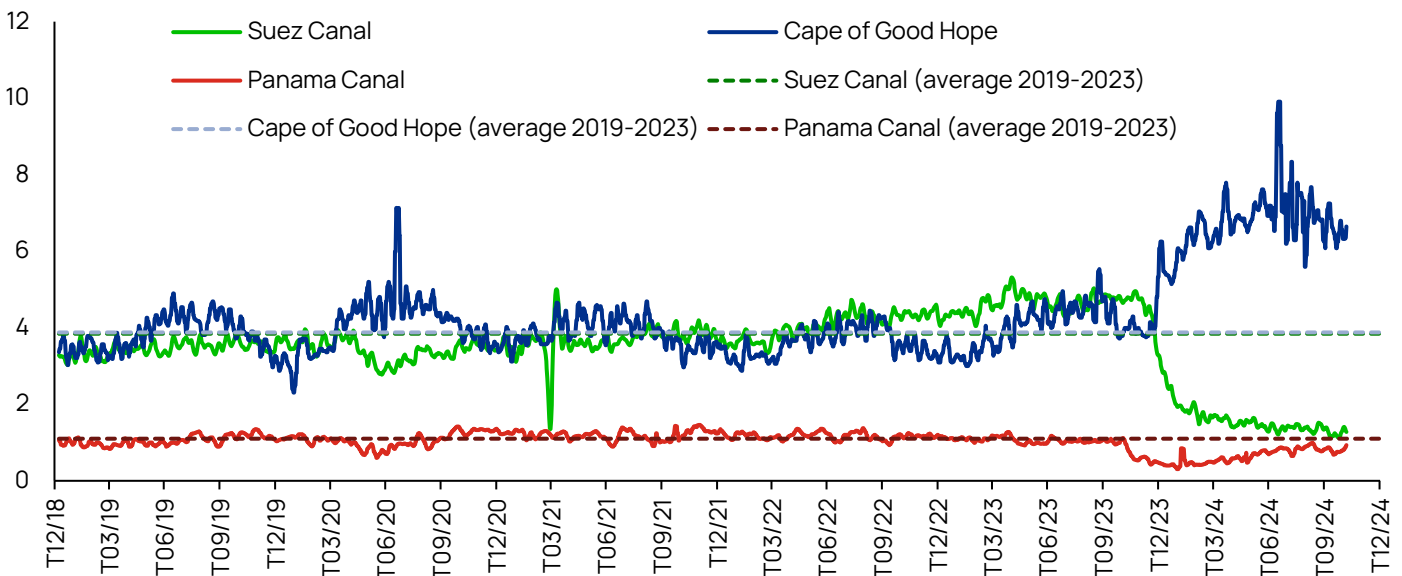
Kế hoạch của ông Trump nhằm tăng cường sản xuất và xuất khẩu dầu thô của Mỹ có thể làm trầm trọng thêm sự mất cân bằng cung-cầu khu vực. Như đã đề cập trong Báo cáo Cập nhật PVT (ngày 4/11/2024), tình hình cung-cầu hiện tại cho thấy khu vực Châu Á - Thái Bình Dương đang dẫn dắt tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu, trong khi phần lớn nguồn cung đến từ châu Mỹ và Trung Đông. Sự mất cân bằng này dự kiến sẽ gia tăng khi dầu Mỹ được vận chuyển nhiều hơn sang châu Á và châu Âu, hỗ trợ nhu cầu vận tải đường dài (tấn-dặm) ở mức cao.

- **Vận chuyển dầu thô: Sự gia tăng chênh lệch cung-cầu khu vực sẽ trực tiếp hỗ trợ thị trường tàu chở dầu thô.** Theo báo cáo tháng 6/2024 của IEA, nhu cầu dầu thô toàn cầu dự kiến tăng 2,0 triệu thùng/ngày từ năm 2023 đến 2025, trong đó khu vực Châu Á - Thái Bình Dương chiếm 1,7 triệu thùng/ngày (85% mức tăng). Đồng thời, nguồn cung ngoài OPEC được dự báo tăng 2,3 triệu thùng/ngày, với khu vực châu Mỹ đóng góp 2,1 triệu thùng/ngày (91% mức tăng cung toàn cầu), trong khi nguồn cung tại Châu Á - Thái Bình Dương được dự báo giảm nhẹ 0,1 triệu thùng/ngày.
- **Vận chuyển sản phẩm dầu: Việc tăng cường xuất khẩu sản phẩm dầu của Mỹ có thể mang lại lợi ích nhẹ cho thị trường tàu chở sản phẩm dầu.** Theo báo cáo tháng 8/2024 của BIMCO, nhu cầu sản phẩm dầu dự kiến tăng 1,9 triệu thùng/ngày từ năm 2023 đến 2025 (phù hợp với tăng trưởng nhu cầu dầu thô), trong đó 1,4 triệu thùng/ngày (73% mức tăng) đến từ khu vực Châu Á - Thái Bình Dương. Nguồn cung sản phẩm dầu được dự báo tăng 1,5 triệu thùng/ngày, với phần lớn tăng trưởng từ Châu Á (+0,3 triệu thùng/ngày; 20% mức tăng) và Trung Đông (+0,8 triệu thùng/ngày; 53% mức tăng), trong khi nguồn cung từ châu Mỹ dự kiến không thay đổi trong giai đoạn 2023-2025. Dù nhu cầu tại Châu Á chủ yếu được đáp ứng bởi Châu Á và Trung Đông, việc tăng sản lượng lọc dầu của Mỹ có thể dẫn đến gia tăng xuất khẩu sản phẩm dầu từ Mỹ, tạo ra nhu cầu vận chuyển đường dài hơn đến Châu Á. Ngoài ra, PVT kỳ vọng các tác động tích cực đến giá cước tàu chở LPG.

Cảng thẳng tại Biển Đỏ có thể kéo dài sau năm 2025 nếu ông Trump áp dụng lập trường cứng rắn, hỗ trợ giá cước tàu chở dầu

Cảng thẳng gia tăng tại Biển Đỏ, bắt đầu từ cuối năm 2023, đã khiến nhiều tàu phải chuyển hướng qua Mũi Hảo Vọng, dẫn đến khoảng cách vận chuyển xa hơn. Trong năm 2024 tính đến hiện tại (YTD), thông lượng hàng hóa vận chuyển qua Kênh đào Suez giảm xuống còn 1,6 triệu tấn (-65% so với mức trung bình năm 2023), trong khi thông lượng vận chuyển qua Mũi Hảo Vọng tăng lên 6,7 triệu tấn (+67% so với mức trung bình năm 2023). Chúng tôi nhận thấy thông lượng vận chuyển qua Kênh đào Suez trong năm 2024 chỉ đạt 42% so với mức trung bình giai đoạn trước khi cảng thẳng (2019-2023), cho thấy rằng các giai đoạn tiếp theo có thể tiếp tục làm giảm hơn nữa thông lượng qua tuyến này.

Hình 3: Thông lượng thương mại quá cảnh hàng ngày (triệu tấn)



Nguồn: MacroMicro, Vietcap

Ngoài ra, nếu ông Trump tăng cường các lệnh trừng phạt đối với Iran, nước này có thể đáp trả bằng cách gia tăng áp lực lên các tuyến thương mại qua Biển Đỏ. Hoạt động gần đây của các lực lượng dân quân Houthi được Iran hậu thuẫn đã làm gia tăng rủi ro tại Eo biển Bab-el-Mandeb và Eo biển Hormuz. Cảng thẳng tại các điểm nghẽn này có khả năng đẩy giá cước tàu chở dầu lên cao hơn do chi phí bảo hiểm tăng, đồng thời buộc nhiều chuyến vận chuyển dầu phải chuyển hướng qua tuyến đường dài hơn qua Mũi Hảo Vọng. Eo biển Hormuz là một điểm nghẽn quan trọng trong thương mại năng lượng toàn cầu. Khoảng 33% tàu chở dầu thô, 13% tàu chở sản phẩm dầu, 9% tàu chở hóa chất, và 21% tàu chở LPG đi qua eo biển hẹp này. Bất kỳ sự gián đoạn nào tại đây đều sẽ tạo áp lực lớn lên nguồn cung toàn cầu.

Tác động đến thị trường khoan dầu

Giá dầu thấp có thể làm chậm quá trình phục hồi giá thuê giàn khoan

Giá dầu thấp có thể gây áp lực lên giá thuê ngày của giàn khoan. Khi giá dầu giảm, các chủ sở hữu mỏ dầu đối mặt với biên lợi nhuận chặt chẽ hơn, buộc họ phải đàm phán giảm giá thuê ngày với các nhà cung cấp dịch vụ nhằm cắt giảm chi phí. Tác động này trở nên trầm trọng hơn do sự cạnh tranh gia tăng giữa các nhà cung cấp dịch vụ khoan khi họ cạnh tranh để đảm bảo các hợp đồng ít hơn trong môi trường kém lợi nhuận, đẩy giá xuống thấp hơn nữa. Ngoài ra, giá dầu thấp thường dẫn đến trì hoãn hoặc giảm các khoản đầu tư thăm dò và khai thác, làm giảm nhu cầu dịch vụ khoan và làm chậm quá trình phục hồi nói chung.

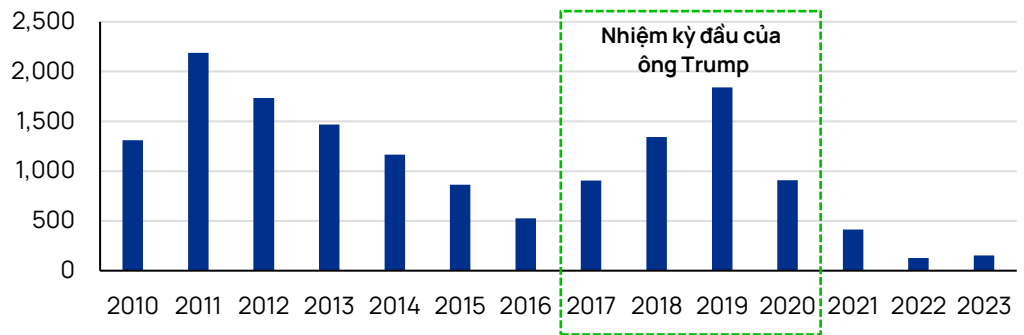
Tuy nhiên, với nguồn cung giàn khoan hạn chế, xu hướng phục hồi dự kiến vẫn tiếp tục, mặc dù với tốc độ chậm hơn. Theo báo cáo tháng 10/2024 của S&P Global, có 61 giàn khoan tự nâng (chiếm 12% tổng số toàn cầu) hiện không được tiếp thị do không đủ điều kiện hoạt động. Thêm vào đó, 12 giàn khoan đang được xây dựng (tương đương 2,8% nguồn cung tiếp thị). Lịch bàn giao gồm 1 giàn trong năm 2024, 8 giàn trong năm 2025, và 3 giàn trong năm 2026, trong đó 4 giàn dành riêng cho thị trường Trung Quốc. Điều này tương ứng chỉ còn 8 giàn khoan mới (1,8% nguồn cung tiếp thị) cho sử dụng toàn cầu trong 3 năm tới, cho thấy nguồn cung ngoài Trung Quốc sẽ rất hạn chế.

Tuy nhiên, trọng tâm của ông Trump vào việc thúc đẩy sản xuất dầu Mỹ có thể hỗ trợ nhu cầu khoan

Chính sách ưu tiên sản xuất dầu Mỹ thay vì năng lượng tái tạo của ông Trump được kỳ vọng sẽ duy trì nhu cầu nhiên liệu hóa thạch ổn định trong dài hạn và thúc đẩy hoạt động khoan tại Mỹ. Điều này có thể làm giảm nguồn cung ở một số khu vực khác, khi một số giàn khoan có thể được điều chuyển sang Mỹ, giảm nguồn cung khả dụng ở các thị trường khác.

Số lượng giấy phép khai thác dầu tại Mỹ đã tăng mạnh dưới nhiệm kỳ trước của ông Trump (hơn 4.000 trong 3 năm đầu nhiệm kỳ) nhưng đã giảm đáng kể dưới thời Tổng thống Biden (chỉ 1.400 trong cùng giai đoạn 3 năm). Mặc dù vậy, việc gia tăng sản lượng dầu Mỹ có thể tạo áp lực giảm giá dầu, làm giảm lợi nhuận của các dự án khoan, khiến nhu cầu giàn khoan và giá thuê ngày giảm. Dù vẫn còn tiềm năng tăng trưởng sản lượng dầu tại Mỹ, việc giá dầu giảm mạnh là khó xảy ra. Theo Khảo sát Năng lượng của Fed Dallas và Kansas, để có lợi nhuận, các nhà sản xuất cần mức giá khoảng 64 USD/thùng để khoan một giếng, với giá kỳ hạn là 70 USD/thùng cho năm 2025 và 67 USD/thùng cho năm 2026. Lưu ý rằng giá dầu tiêu chuẩn được sử dụng trong các khảo sát này là WTI Crude Oil, thường có giá thấp hơn Brent từ 3-5 USD/thùng.

Hình 4: Phát hành hợp đồng cho thuê dầu khí trên đất liên bang



Nguồn: Cục Quản lý Đất đai (BLM - một cơ quan liên bang của Hoa Kỳ), Vietcap

Triển vọng giá dầu Brent

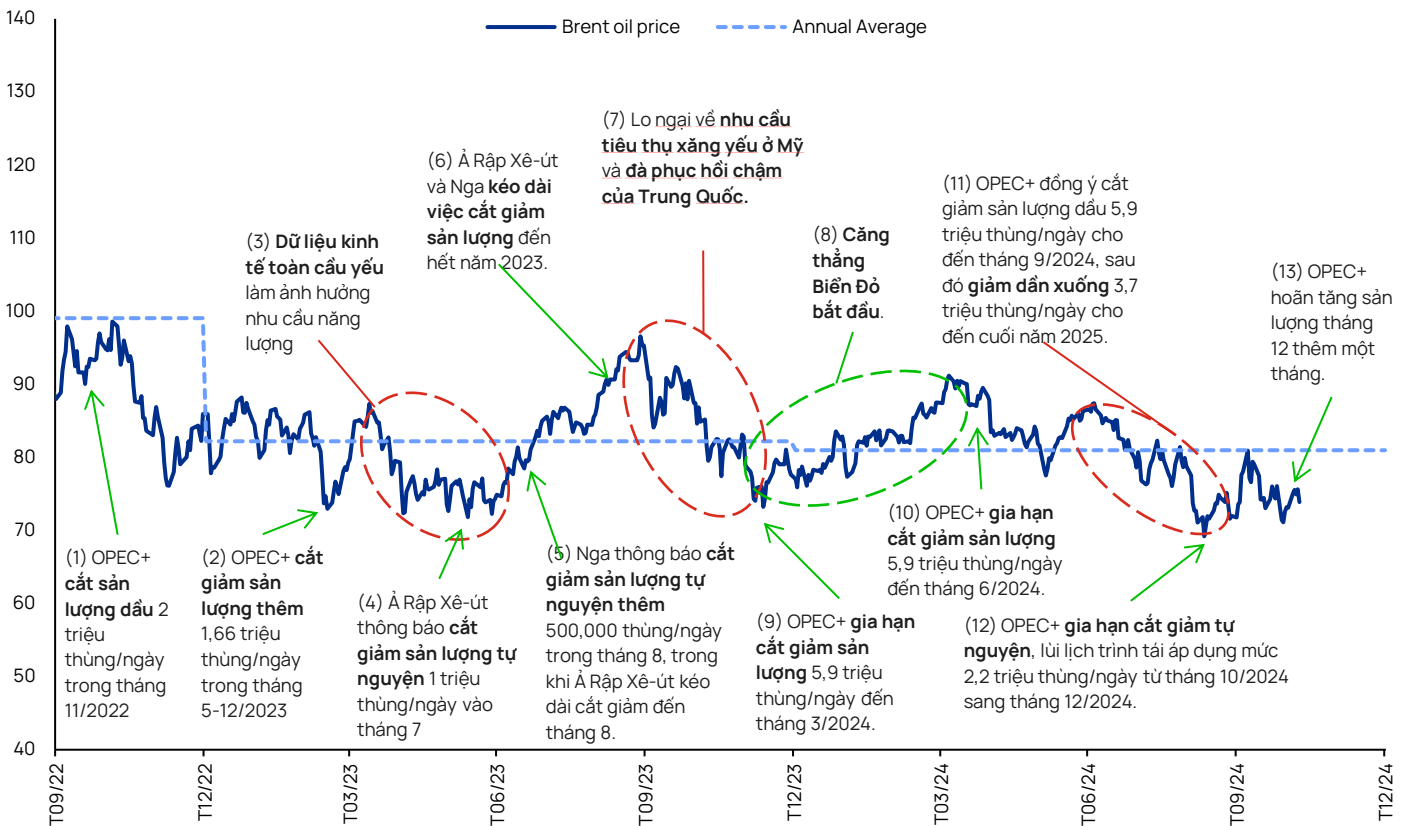
Tăng trong nửa đầu năm nhưng điều chỉnh mạnh trong quý 3; kỳ vọng ổn định trong quý 4

Đầu năm 2024, giá dầu Brent tăng, được thúc đẩy bởi căng thẳng tại Biển Đỏ và quyết định của OPEC+ gia hạn cắt giảm sản lượng 5,9 triệu thùng/ngày đến tháng 3/2024. Mức giảm cung này ban đầu đã đẩy giá dầu Brent tăng cao.

Tuy nhiên, từ tháng 5 trở đi, giá dầu giảm mặc dù OPEC+ tiếp tục gia hạn cắt giảm đến cuối năm. Nguyên nhân đến từ (1) nhu cầu yếu, đặc biệt tại Trung Quốc, và (2) thị trường cho rằng nguồn cung dầu toàn cầu sẽ không bị đe dọa, ngay cả khi OPEC+ thực hiện các biện pháp cắt giảm sản lượng.

Tính đến ngày 08/11/2024, giá dầu Brent trung bình từ đầu năm đạt 81 USD/thùng, cao hơn một chút so với dự báo trước đó của chúng tôi cho năm 2024 là 80 USD/thùng. Tại thời điểm báo cáo này, OPEC+ vẫn duy trì mức cắt giảm hiện tại là 5,9 triệu thùng/ngày, tương đương 5,8% nhu cầu toàn cầu, cho đến cuối năm 2024.

Hình 5: Diễn biến giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Duy trì dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2024, nhưng giảm 10% dự báo năm 2025 và 7% cho giai đoạn 2026-2029

Chúng tôi duy trì dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2024 ở mức 80 USD/thùng. Giá trung bình từ đầu năm hiện đạt 81,0 USD/thùng, cao hơn một chút so với dự báo trung bình cả năm của chúng tôi. Với giá dầu Brent hiện dao động trong khoảng 70-75 USD/thùng, chúng tôi kỳ vọng giá trung bình trong phần còn lại của năm 2024 sẽ vào khoảng 72 USD/thùng, dẫn đến mức trung bình cả năm là 80 USD/thùng, phù hợp với dự báo đồng thuận ở mức 81 USD/thùng cho năm 2024.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 10% dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2025 xuống còn 70 USD/thùng (-12,5% YoY). Điều chỉnh này theo sau các báo cáo tháng 10/2024 của IEA, EIA và OPEC, trong đó các tổ chức này đã hạ dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu cho các năm 2024/2025 (trang 12). Các dự báo mới cho nhu cầu dầu toàn cầu năm 2025 lần lượt là 103,8/104,4/105,6 triệu thùng/ngày, thấp hơn các dự báo tháng 9/2024 lần lượt 0,1/0,5/0,4 triệu thùng/ngày, cho thấy khả năng thặng dư nguồn cung trong năm 2025. Mặc dù OPEC+ đã trì hoãn việc tái áp dụng cắt giảm 2,2 triệu thùng/ngày đến tháng 1/2025, tổng mức cắt giảm năm 2025 dự kiến chỉ còn 4,7 triệu thùng/ngày, thấp hơn đáng kể so với mức 5,9 triệu thùng/ngày trong năm 2024 (yếu tố chính hỗ trợ giá dầu trong năm 2024) (trang 11). Dựa theo những thay đổi này, dự báo đồng thuận cho giá dầu Brent năm 2025 đã giảm 6,6% xuống còn 76 USD/thùng.

Trong dài hạn, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo giá dầu Brent trung bình giai đoạn 2026-2029 xuống 69-70 USD/thùng. Điều chỉnh này phản ánh tác động tiềm năng từ chính quyền mới của Mỹ. Ông Trump có thể tăng thuế, đặc biệt đối với Trung Quốc, làm hạn chế đà tăng trưởng kinh tế toàn cầu và giảm nhu cầu dầu. Về phía cung, sản lượng dầu dự kiến sẽ tăng không chỉ từ Mỹ mà còn từ OPEC+. Các chính sách của ông Trump, chẳng hạn như cắt giảm thuế và giảm quy định trong ngành năng lượng Mỹ, có thể thúc đẩy sản lượng dầu nội địa của Mỹ. Ngoài ra, ảnh hưởng của ông Trump có thể khiến OPEC+ đẩy nhanh việc nới lỏng cắt giảm sản lượng, từ đó gia tăng nguồn cung toàn cầu. Các chuyên gia hoạch định chiến lược cũng lưu ý rằng ông Trump có thể áp dụng cách tiếp cận ít cứng rắn hơn đối với các lệnh trừng phạt so với nhiệm kỳ đầu tiên của ông.

Hình 6: Dự báo giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)

Tổ chức dự báo	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Thời gian đưa ra dự báo
Dự báo đồng thuận Bloomberg	81	76	75	75	72	N/A	11/2024
EIA	81	78	N/A	N/A	N/A	N/A	10/2024
Ngân hàng Thế giới	80	73	72	N/A	N/A	N/A	10/2024
Trung bình các dự báo trên (mới)	81	76	74	75	72	N/A	
Trung bình các dự báo trên (cũ)	83	81	76	74	72	N/A	9/2024
% thay đổi	-3.3%	-6.6%	-3.3%	0.7%	-0.6%	N.M.	
Kịch bản cơ sở cho dự báo giá dầu của Vietcap (mới)	80	70	70	70	69	69	11/2024
Kịch bản cơ sở cho dự báo giá dầu của Vietcap (cũ)	80	78	75	75	75	75	10/2024
% thay đổi	0%	-10.3%	-6.7%	-6.7%	-8.0%	-8.0%	

Nguồn: Các tổ chức trong bảng trên, Vietcap

EIA dự báo thặng dư dầu nhẹ trong báo cáo tháng 10 so với thị trường dầu cân bằng trong báo cáo tháng 9

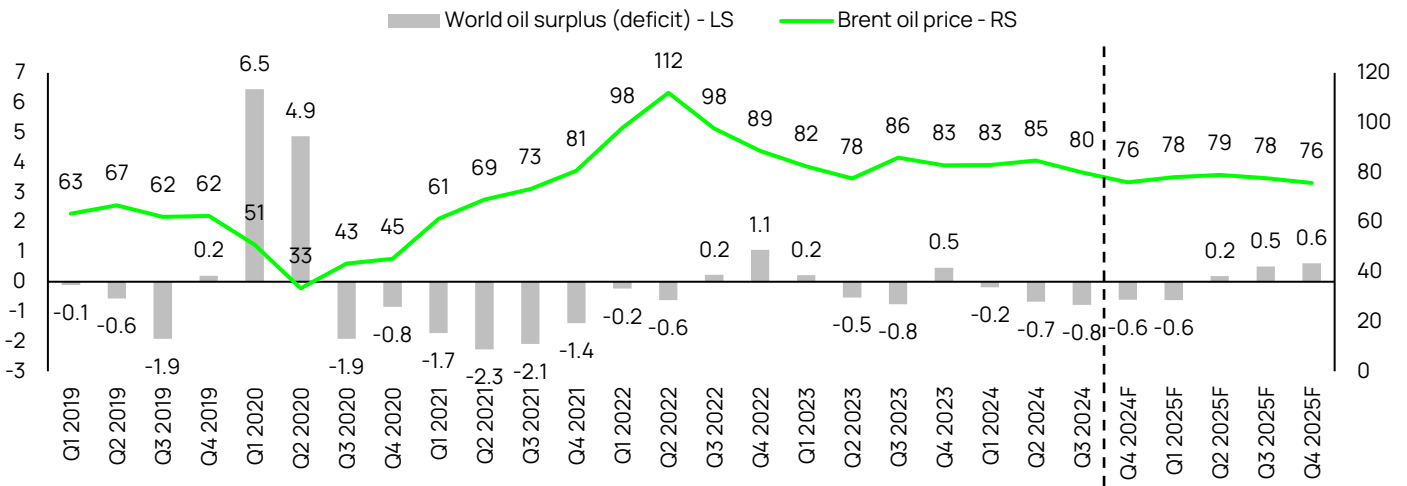
Giá dầu có mối tương quan chặt chẽ với sự cân bằng giữa cung và cầu dầu thô toàn cầu. Khi cầu vượt cung, lượng dầu tồn kho sẽ giảm, hỗ trợ giá tăng và ngược lại.

Trong nửa đầu năm 2024, tình trạng thiếu hụt nguồn cung, do OPEC+ cắt giảm tổng cộng 5,9 triệu thùng/ngày, đã giúp duy trì giá dầu Brent ổn định. Mặc dù OPEC+ có kế hoạch gia hạn cắt giảm sản lượng này đến cuối năm và EIA dự báo tình trạng thiếu hụt sẽ tiếp tục, nhưng giá dầu Brent đã giảm trong quý 3 và dự kiến sẽ giảm trong quý 4 khi thị trường tập trung vào cuộc bầu cử ở Mỹ, với triển vọng không chắc chắn dưới nhiệm kỳ Tổng thống Trump.

Đối với năm 2024, EIA dự báo tình trạng thiếu hụt dầu cả năm, với tổng sản lượng là 102,5 triệu thùng/ngày (tăng 0,5 triệu thùng/ngày YoY) và nhu cầu là 103,1 triệu thùng/ngày (tăng 0,9 triệu thùng/ngày YoY), tương ứng mức thiếu hụt trung bình là 0,6 triệu thùng/ngày.

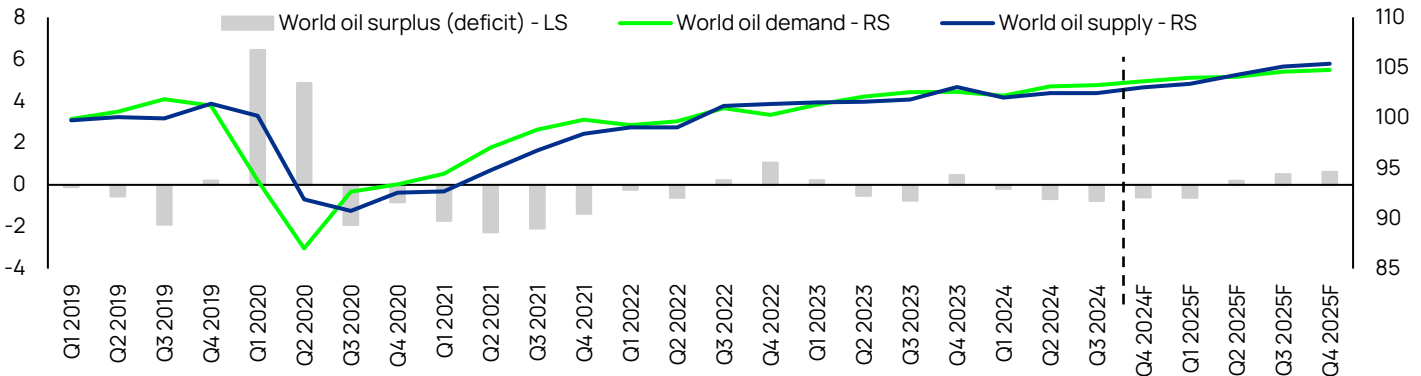
Năm 2025, EIA dự báo thị trường sẽ thặng dư nhẹ, với mức thặng dư thấp là 0,1 triệu thùng/ngày khi sản lượng tăng lên 104,5 triệu thùng/ngày (tăng 2,0 triệu thùng/ngày YoY, phần lớn là do OPEC+ nới lỏng cắt giảm và tăng trưởng nguồn cung ngoài OPEC+) và nhu cầu đạt 104,4 triệu thùng/ngày (tăng 1,3 triệu thùng/ngày YoY).

Hình 7: 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 (Báo cáo tháng 10/2024), Vietcap. (*) Nguồn cung dầu thế giới bao gồm sản lượng dầu thô và một lượng nhỏ khí đốt tự nhiên, nhiên liệu sinh học và các chất lỏng khác.

Hình 8: Dự báo cung và cầu dầu lỏng thế giới (triệu thùng/ngày) (*)



Nguồn: Triển vọng năng lượng ngắn hạn của EIA (Báo cáo tháng 10/2024), Vietcap. (*) Nguồn cung dầu thế giới bao gồm sản lượng dầu thô và một lượng nhỏ khí đốt tự nhiên, nhiên liệu sinh học và các chất lỏng khác.

OPEC+ trì hoãn kế hoạch tăng nguồn cung thêm một tháng

OPEC+ đã thực hiện chuỗi cắt giảm sản lượng kể từ cuối năm 2022 trong bối cảnh tăng trưởng nhu cầu chậm lại. Hiện tại, mức cắt giảm sản lượng trung bình của OPEC+ trong năm 2024 là 5,9 triệu thùng/ngày (5,7% nhu cầu toàn cầu), với kế hoạch giảm xuống 3,7 triệu thùng/ngày vào cuối năm 2025. Điều này tương ứng với mức cắt giảm trung bình là 4,7 triệu thùng/ngày (4,5% nhu cầu toàn cầu) vào năm 2025, tăng sản lượng thêm khoảng 1,2 triệu thùng/ngày so với năm 2024.

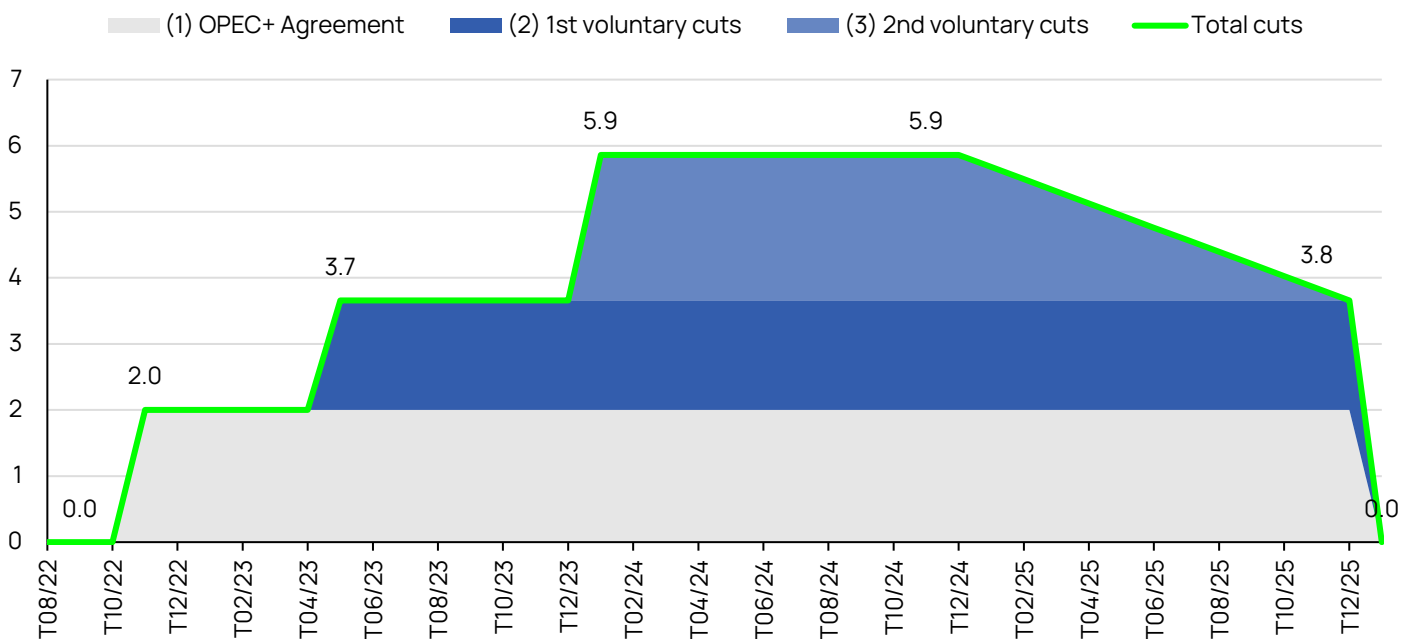
Các đợt cắt giảm bao gồm:

- 2,00 triệu thùng/ngày từ thỏa thuận chính thức của OPEC+, được gia hạn đến cuối năm 2025 (ban đầu dự kiến kết thúc vào cuối năm 2024).
- 1,66 triệu thùng/ngày từ đợt cắt giảm tự nguyện đầu tiên, được gia hạn đến cuối năm 2025 (ban đầu dự kiến kết thúc vào cuối năm 2024).
- 2,2 triệu thùng/ngày từ đợt cắt giảm tự nguyện thứ hai, dự kiến sẽ dần được nới lỏng từ tháng 1 năm 2025 đến tháng 12 năm 2025 (ban đầu dự kiến kết thúc vào tháng 6/2024).

Tại cuộc họp tháng 6/2024, OPEC+ đã gia hạn cả thỏa thuận và đợt cắt giảm tự nguyện đầu tiên đến cuối năm 2025. OPEC+ cũng gia hạn đợt cắt giảm tự nguyện thứ hai đến cuối quý 3/2024, với kế hoạch dần kết thúc các đợt cắt giảm này (2,2 triệu thùng/ngày từ tháng 10/2024 đến tháng 9/2025). Tháng 9/2024, OPEC+ đã trì hoãn kế hoạch tăng nguồn cung thêm 2 tháng.

Thông tin mới nhất là OPEC+ đã trì hoãn kế hoạch tăng nguồn cung thêm một tháng, với các đợt cắt giảm theo kế hoạch hiện được ấn định bắt đầu từ ngày 1/12/2024 đến ngày 1/1/2025. Điều này đẩy mốc thời gian đưa 2,2 triệu thùng/ngày trở lại thị trường từ tháng 1/2025 đến tháng 12/2025. OPEC+ đã cho thấy tín hiệu cam kết hỗ trợ giá dầu và vẫn linh hoạt, cho biết việc tăng sản lượng có thể bị tạm dừng hoặc đảo ngược tùy thuộc vào điều kiện thị trường, với các quyết định trong tương lai sẽ được đưa ra hàng tháng.

Hình 9: Kế hoạch cắt giảm sản lượng của OPEC+ (triệu thùng/ngày)



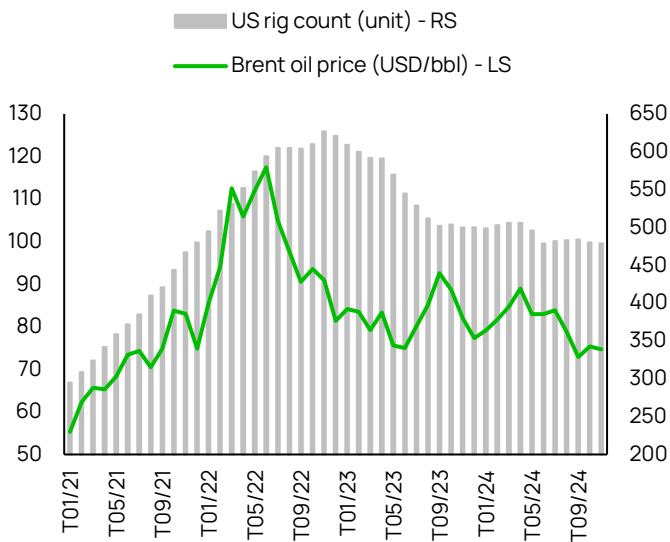
Nguồn: OPEC+, thông tin đại chúng, Vietcap (Dữ liệu theo kế hoạch hiện tại của OPEC+, công bố vào đầu tháng 11/2024)

Tăng trưởng sản lượng dầu của Mỹ năm 2025 dự kiến sẽ thấp hơn so với những năm trước

Số lượng giàn khoan dầu của Mỹ đã giảm sau khi giá dầu Brent giảm vào năm 2023, với số lượng giàn khoan trung bình giảm xuống còn 546 giàn, giảm 6% YoY (-32 giàn). Xu hướng này tiếp tục diễn ra vào năm 2024, với số lượng giàn khoan trung bình 10 tháng là 490 giàn, giảm 10% YoY (-56 giàn).

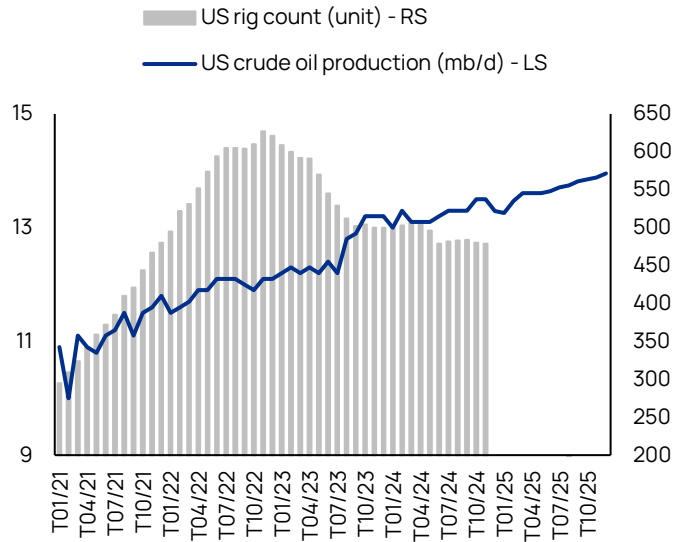
Mặc dù số lượng giàn khoan ít hơn, nhưng EIA dự báo sản lượng dầu thô của Mỹ sẽ tăng, dự báo trung bình là 13,3 triệu thùng/ngày vào năm 2024 (tăng 0,66 triệu thùng/ngày hoặc 5,2% YoY) và 13,7 triệu thùng/ngày vào năm 2025 (tăng 0,43 triệu thùng/ngày hoặc 3,2% YoY). Mặc dù mức tăng trưởng này chậm hơn so với năm 2022 và 2023 (với mức tăng trưởng lần lượt là 0,79/0,68 triệu thùng/ngày hoặc 7,1%/5,7% YoY), nhưng điều này cho thấy sản lượng của Mỹ tiếp tục tăng.

Hình 10: Số lượng giàn khoan của Mỹ và giá dầu Brent



Nguồn: Bloomberg, Baker Hughes, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 11/11/2024)

Hình 11: Sản lượng dầu thô của Mỹ và số lượng giàn khoan



Nguồn: Triển vọng năng lượng ngắn hạn của EIA (Báo cáo tháng 10/2024; dữ liệu thực tế đến ngày 11/11/2024; dữ liệu dự báo từ tháng 12/2024 đến tháng 12/2025), Baker Hughes, Bloomberg, Vietcap

Nhu cầu dầu thấp hơn nhưng vẫn tăng so với cùng kỳ vào năm 2025

IEA, EIA và OPEC đã hạ dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu năm 2024/2025 trong các báo cáo mới nhất của các tổ chức này, so với các báo cáo tổng hợp trước đó vào tháng 9/2024. Điều này chủ yếu là do nhu cầu dầu từ Trung Quốc yếu hơn dự kiến.

Đối với năm 2025, các tổ chức này vẫn dự báo nhu cầu dầu sẽ tăng, nhờ kỳ vọng về sự phục hồi kinh tế toàn cầu, đặc biệt là ở Trung Quốc. Dự báo nhu cầu dầu năm 2025 lần lượt là 103,8/104,4/105,6 triệu thùng/ngày đối với IEA/EIA/OPEC.

Hình 12: Dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu (triệu thùng/ngày)

Tổ chức dự báo	2023A	Dự báo tổng hợp mới		Dự báo tổng hợp cũ		Dự báo mới/cũ	
		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
IEA	2.1	0.9	1.0	1.0	1.0	-0.1	0.0
EIA	2.3	0.9	1.3	1.1	1.6	-0.2	-0.3
OPEC	2.5	1.8	1.6	2.0	1.8	-0.2	-0.2
Trung vị	2.3	0.9	1.3	1.1	1.6	-0.2	-0.3

Nguồn: Institutions in the table, Vietcap (New compilations are from October 2024 for IEA and EIA, November 2024 for OPEC; old compilations are from the September 2024 report)

Triển vọng giá dầu nhiên liệu

Giá dầu nhiên liệu – tiêu chuẩn cho giá khí của Việt Nam - cho thấy mối tương quan tích cực với giá dầu Brent

Giá dầu Brent và dầu nhiên liệu có hàm lượng lưu huỳnh cao (HSFO hoặc FO) thường có diễn biến tương quan với nhau - ngoại trừ quý 4/2019 khi giá FO giảm mạnh do dự báo các quy định mới của Tổ chức Hàng hải Quốc tế (IMO) có hiệu lực vào đầu năm 2020. Những quy định này yêu cầu ngành vận tải biển tiêu thụ nhiên liệu chất lượng cao hơn có hàm lượng lưu huỳnh thấp hơn - còn được gọi là dầu nhiên liệu có hàm lượng lưu huỳnh rất thấp (VLSFO) và dầu diesel. Theo Drewry Maritime Service, tính đến tháng 6/2022, khoảng 8% đội tàu vận tải toàn cầu sử dụng máy lọc - giúp loại bỏ các chất ô nhiễm khỏi khí thải - để chạy bằng HSFO. Điều này hỗ trợ mức tiêu thụ FO tăng trở lại và FO lại có mối tương quan tích cực với giá dầu Brent.

Vào giữa tháng 12/2022, IMO đã đồng ý giảm hàm lượng lưu huỳnh cho phép từ 0,5% xuống 0,1%. Quy định chặt chẽ hơn này yêu cầu đội tàu vận tải toàn cầu tiêu thụ nhiều VLSFO hơn. Trong khi đó, giá FO cho thấy mối tương quan tích cực với giá dầu Brent. Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng tác động của IMO đối với giá HSFO sẽ ở mức tối thiểu do tỷ lệ đội tàu toàn cầu được trang bị máy lọc khí dự kiến sẽ tăng lên 24% vào năm 2023 theo Clarksons Research - nhà cung cấp dữ liệu trong ngành vận tải biển và thương mại.

Năm 2023, giá dầu FO (-10% YoY) đã vượt trội so với giá dầu Brent (-17% YoY). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân khiến giá dầu FO vượt trội là do các nhà máy lọc dầu độc lập của Trung Quốc tăng cường sử dụng dầu FO nhập khẩu, tăng 83% YoY. Mức tăng mạnh về nhu cầu này đã dẫn đến việc Trung Quốc tăng 3 triệu tấn giới hạn nhập khẩu dầu FO (không bao gồm nhập khẩu vào kho ngoại quan), nâng tổng số lên 19,2 triệu tấn. Các nhà máy lọc dầu độc lập đã chuyển sang sử dụng dầu FO làm nguyên liệu thay thế để bù đắp cho sự thiếu hụt dầu thô do chính phủ kiểm soát chặt chẽ hơn việc nhập khẩu dầu thô mặc dù biên lọc dầu được cải thiện. Ngoài ra, nguồn cung bitum pha trộn, một loại nguyên liệu thay thế phổ biến, đã giảm, tiếp tục hỗ trợ nhu cầu dầu FO.

Trong 10T 2024, giá dầu FO (+3% YoY) đã vượt trội so với giá dầu Brent (-2% YoY). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân khiến giá dầu FO vượt trội là do công suất lọc dầu của Nga giảm do xung đột đang diễn ra với Ukraine. Ngoài ra, vào cuối năm 2023, Trung Quốc đã nâng giới hạn nhập khẩu dầu FO năm 2024 lên 20 triệu tấn từ mức 19,2 triệu tấn vào năm 2023. Trong 9T 2024, Trung Quốc đã nhập khẩu 17,4 triệu tấn (+0,3% YoY).

Hình 13: Diễn biến giá dầu Brent (USD/thùng) và giá dầu FO (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

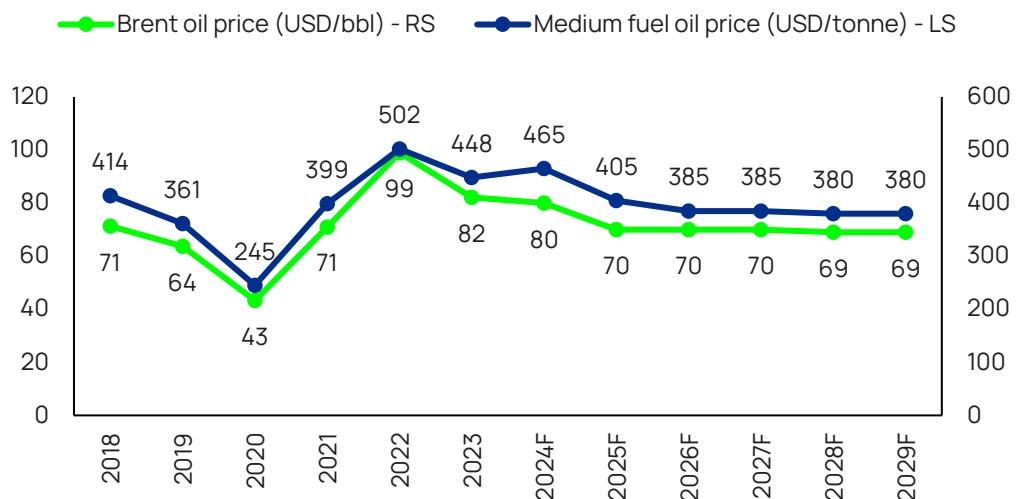
Giá định giá dầu FO thấp hơn

Chúng tôi giữ nguyên giá định giá dầu FO năm 2024 là 465 USD/tấn (+3,8% YoY) do chúng tôi dự báo dầu FO sẽ tiếp tục vượt trội so với giá dầu Brent (80 USD/thùng, -2,6% YoY) vào năm 2024. Tính đến ngày 12/11, giá dầu FO trung bình từ đầu năm đến nay là 467 USD/tấn, phù hợp với giá định của chúng tôi là 465 USD/tấn cho năm 2024.

Chúng tôi giảm 5,8% giá định giá dầu FO năm 2025 xuống còn 405 USD/tấn (-12,9% YoY) từ mức 430 USD/tấn do dự báo giá dầu Brent của chúng tôi giảm xuống còn 70 USD/thùng (giảm 12,5% YoY) so với mức 78 USD/thùng như trong báo cáo trước đó của chúng tôi. Chúng tôi dự báo dầu FO sẽ biến động cùng chiều với dầu Brent vào năm 2025 sau 2 năm liên tiếp vượt trội.

Chúng tôi cũng giảm trung bình 4% dự báo giá dầu FO các năm 2026/27/28/29 từ mức 400/400/400/400 USD/tấn xuống còn 385/385/380/380 USD/tấn do dự báo giá dầu Brent của chúng tôi thấp hơn.

Hình 14: Giá định của Vietcap cho giá dầu Brent và dầu nhiên liệu ở kịch bản cơ sở



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

Triển vọng giá LNG

Giá LNG châu Á dự kiến sẽ phục hồi vào năm 2025 (+9% YoY) và giảm trong những năm tiếp theo

Xung đột Nga-Ukraine đã tác động mạnh đối với nguồn cung khí đốt vào năm 2022, đẩy giá khí tự nhiên và LNG ở châu Á và châu Âu lên mức cao kỷ lục. Tuy nhiên, thị trường khí tự nhiên đã dần tái cân bằng kể từ đầu năm 2023 do 1) nhu cầu khí đốt yếu do thời tiết ấm áp hơn dự kiến và 2) tồn kho khí tự nhiên của châu Âu cao hơn nhiều so với mức trung bình trong lịch sử.

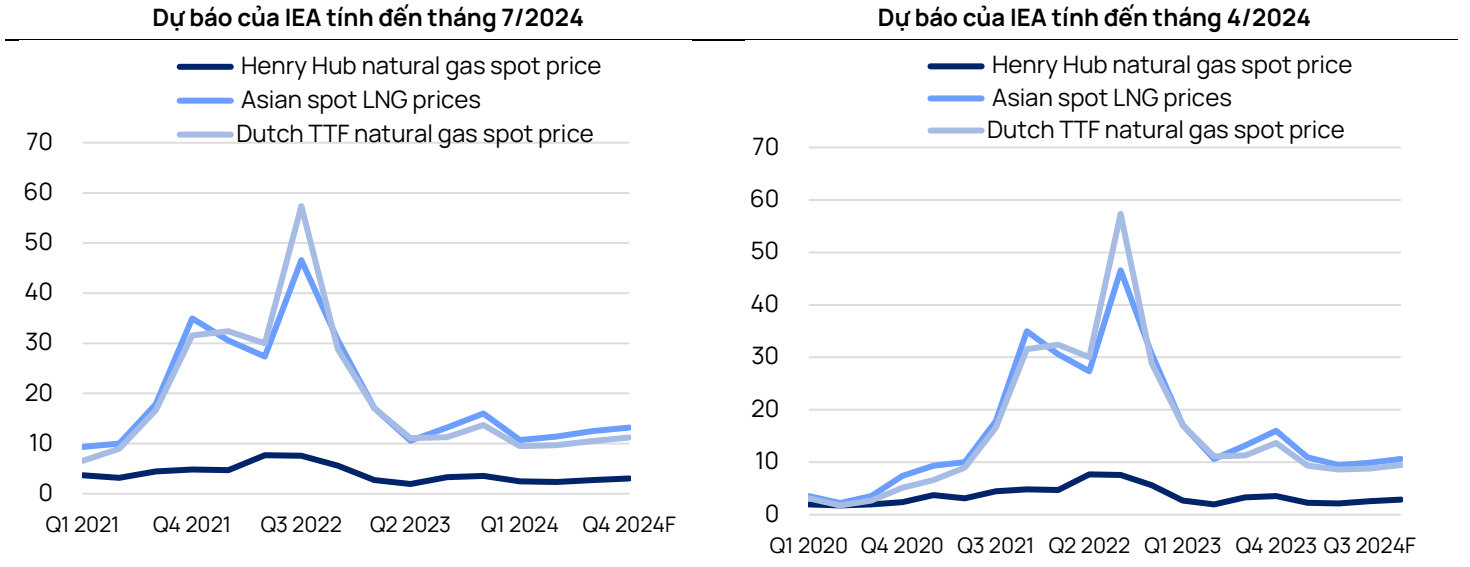
Trong 9T 2024, giá LNG nhập khẩu của Nhật Bản (12,1 USD/triệu BTU, -13% YoY) yếu hơn so với giá dầu Brent (82 USD/thùng, đi ngang so với cùng kỳ). Trong báo cáo khí đốt tháng 7/2024, IEA đã điều chỉnh tăng 14% dự báo giá khí trung bình năm 2024 ở Nhật Bản, EU và Mỹ từ 7,3 USD/triệu BTU lên 8,3 USD/triệu BTU (nhưng vẫn giảm 18% YoY) so với báo cáo tháng 4/2024, chủ yếu do tăng trưởng nguồn cung LNG chậm lại trong quý 2.

Hợp đồng tương lai trên sàn Chicago Mercantile Exchange (CME) tại tháng 11/2024 tương ứng giá LNG giao ngay trung bình của châu Á là 13,7 USD/11,8 USD/triệu BTU trong giai đoạn 2025/2026, tương tự như dự báo của Ngân hàng Thế giới vào tháng 10/2024 là 13,5 USD/12,5 USD/triệu BTU. Điều này cho thấy giá LNG sẽ tăng so với cùng kỳ vào năm 2025 do (1) nhu cầu khí đốt của Trung Quốc tăng mạnh sau khi kinh tế dự kiến phục hồi và (2) thị trường LNG dự kiến sẽ

chưa thể trở lại mức bình thường trước năm 2026 sau cuộc xung đột Nga-Ukraine bắt đầu vào đầu năm 2022, theo S&P Global.

Tuy nhiên, Bernstein Research dự báo nguồn cung LNG toàn cầu sẽ tăng hơn 30% trong 3 năm tới, bắt đầu từ năm 2025, nhờ việc mở rộng công suất ở Qatar và Bắc Mỹ. Ngoài tăng trưởng nhu cầu chậm lại từ Trung Quốc do nước này ngày càng áp dụng năng lượng tái tạo và xe điện, những yếu tố này sẽ khiến giá LNG giảm từ năm 2026 trở đi.

Hình 15: Dự báo giá khí đốt của IEA trong báo cáo khí đốt tháng 4/2024 và tháng 7/2024 (USD/triệu BTU)



Nguồn: IEA, Vietcap

Giá LNG nhập khẩu sẽ duy trì tính cạnh tranh với giá từ các mỏ khí mới của Việt Nam

Phương pháp luận:

- **Giá LNG nhập khẩu (chưa bao gồm thuế):** Thông lệ quốc tế dựa trên giá dầu Brent, giá LNG châu Á và giá Henry Hub của Mỹ. Đối với dự báo năm 2024 của chúng tôi, chúng tôi dựa trên giá LNG nhập khẩu thực tế của GAS. Đối với giai đoạn 2025/2026, chúng tôi ước tính giá LNG nhập khẩu của GAS bằng cách sử dụng phương pháp trung bình có trọng số: trọng số 60% cho giá đồng thuận (CME và Ngân hàng Thế giới) và trọng số 40% cho 13% giá dầu Brent. Điều này phản ánh thông lệ hiện tại của GAS là chủ yếu nhập khẩu LNG theo giá giao ngay, dễ biến động hơn so với hợp đồng kỳ hạn. Từ năm 2027 trở đi, chúng tôi giả định giá LNG nhập khẩu của GAS sẽ được tính 100% dựa trên giá dầu Brent, với giá LNG tương đương 13% giá dầu Brent. Giả định này dựa trên kỳ vọng rằng GAS sẽ đảm bảo các cam kết dài hạn đối với sản lượng LNG từ các nhà máy điện, cho phép định giá ổn định hơn thông qua hợp đồng kỳ hạn.
- **Thuế:** Dự báo giá LNG kỳ hạn của chúng tôi (bao gồm thuế) bao gồm giá LNG nhập khẩu và thuế (lưu trữ, tái hóa khí và vận chuyển). Chúng tôi giữ nguyên kỳ vọng rằng GAS có thể ghi nhận 70% thuế (3,1USD/triệu BTU) trong giai đoạn 2024/2025 (do vẫn chưa được phê duyệt, theo các chuyên gia trong ngành) và nhận 100% thuế từ năm 2026 trở đi.

Triển vọng:

Đối với năm 2024, chúng tôi giữ nguyên giả định giá nhập khẩu (bao gồm thuế) là 13,2 USD/triệu BTU, phản ánh dự báo giá nhập khẩu (chưa bao gồm thuế) là 11,0 USD/triệu BTU, phù hợp với giá LNG nhập khẩu thực tế của GAS.

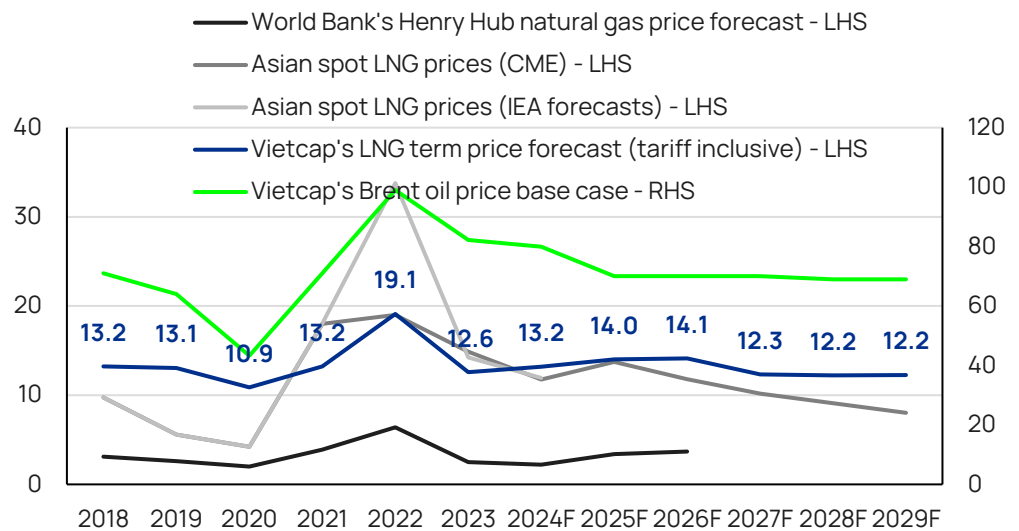
Đối với năm 2025, chúng tôi giữ nguyên dự báo giá LNG nhập khẩu của Việt Nam (bao gồm thuế) là 14,0 USD/triệu BTU (+6% YoY), tương ứng với mức 11,8 USD/triệu BTU (+7% YoY, chưa bao gồm thuế). Giá định giá nhập khẩu cao hơn (do sự đồng thuận của thị trường về tình trạng hạn chế nguồn cung kéo dài) bù đắp cho dự báo giá dầu Brent của chúng tôi thấp hơn (70 USD/thùng, -12,5% YoY).

Chúng tôi điều chỉnh tăng 9% giá LNG nhập khẩu năm 2026 của Việt Nam (bao gồm thuế) lên 14,1 USD/triệu BTU, chủ yếu do giả định giá nhập khẩu dự kiến của chúng tôi tăng 12% lên 10,9 USD/triệu BTU và thay đổi phương pháp luận từ mức 13% giá dầu Brent sang phương pháp trung bình có trọng số.

Đối với triển vọng giai đoạn 2027/28/29, chúng tôi giảm lần lượt 5%/6%/6% giá LNG nhập khẩu (bao gồm thuế) xuống còn 12,3/12,2/12,2 USD/triệu BTU do dự báo giá dầu Brent của chúng tôi thấp hơn.

Chúng tôi dự báo giá LNG kỳ hạn của Việt Nam trong 5 năm tới sẽ cạnh tranh với giá của các mỏ khí mới trong nước (khoảng 12-14 USD/triệu BTU) mặc dù có thể đạt đỉnh 14,0/14,1 USD/triệu BTU trong giai đoạn 2025/2026.

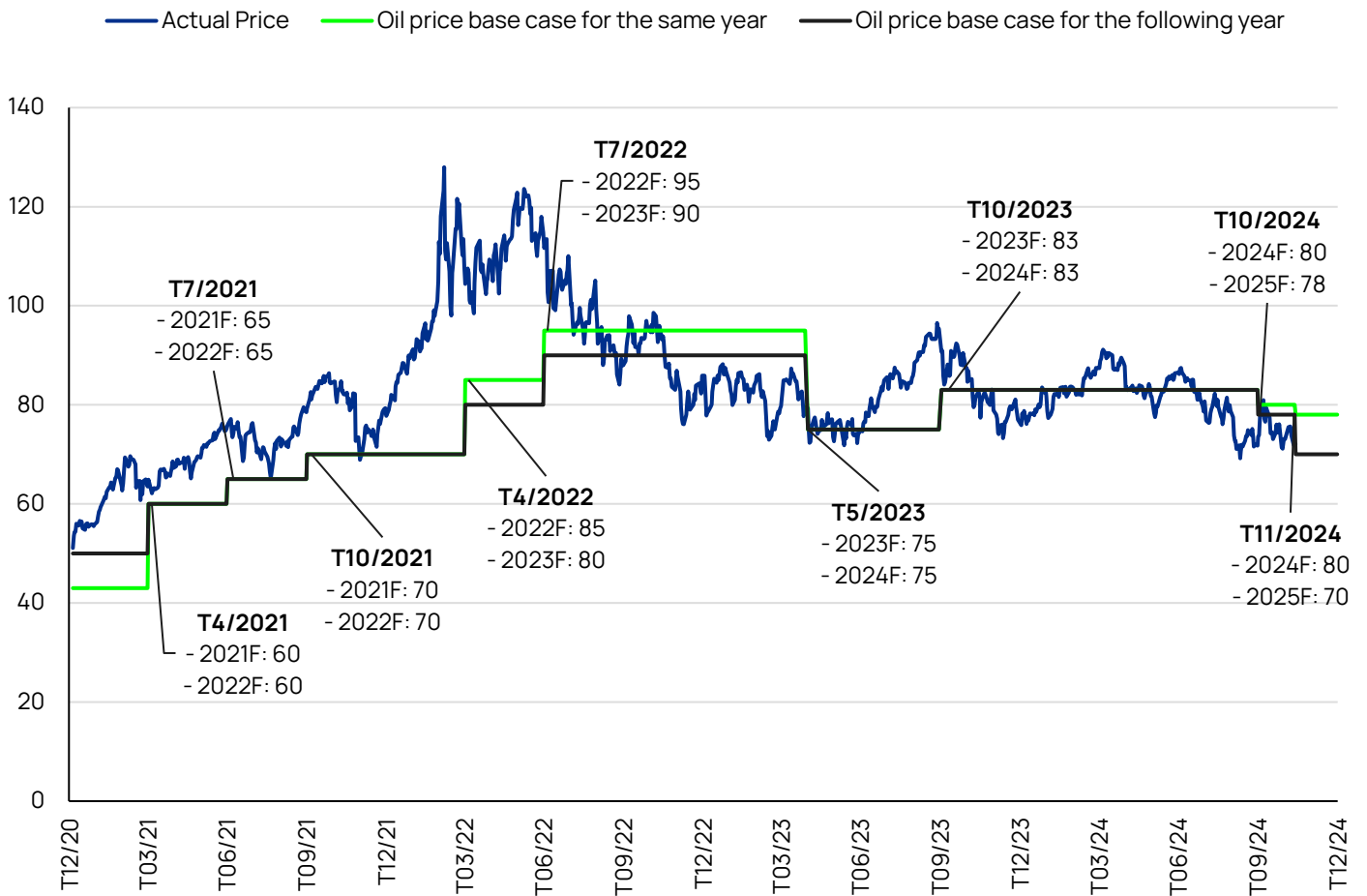
Hình 16: Dự báo giá dầu Brent (USD/thùng) và giá LNG (USD/triệu BTU)



Nguồn: Ngân hàng Thế giới, IEA, CME, Vietcap. Lưu ý: Dự báo giá LNG của Vietcap (hợp đồng kỳ hạn) được tính toán dựa trên 13% giá dầu Brent + thuế cho giai đoạn 2027-2029, theo các công ty trong ngành. Dự báo của Ngân hàng Thế giới là tính đến tháng 10/2024, dự báo đồng thuận của CME là tính đến tháng 11/2024 và dự báo của IEA là từ tháng 7/2024.

Diễn biến dự báo giá dầu

Hình 17: Dự báo của Vietcap về giá dầu ở kịch bản cơ sở (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Dương Tấn Phước, Đỗ Công Anh Tuấn 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.

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

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 Thục, 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
Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán - Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,
Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vietcap.com.vn

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.