

CTCP LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN (HOSE: BSR)
DẦU KHÍ
HIỆU QUẢ KINH DOANH TÍCH CỰC, NÂNG CAO VỊ THẾ TRONG ĐẢM BẢO AN NINH NĂNG LƯỢNG QUỐC GIA

Biên lợi nhuận ngành lọc dầu hồi phục tốt từ nửa cuối năm 2025 và tiếp tục tăng trong 2 tháng đầu năm 2026 trước khi bật tăng mạnh khi chiến tranh Trung Đông xảy ra. Với giả thiết biên lợi nhuận các sản phẩm lọc dầu tiếp tục ở mức cao đến hết Q1.2026, sau đó giảm dần về mức Q4.2025 trong Q2.2026 và trở về mức ổn định của 2 tháng đầu năm 2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế năm 2026 có thể đạt mức 13.710 tỷ đồng.

Giá trị cổ phiếu được định giá ở mức 26.800 đồng/cổ phần, cao hơn 68% so với giá mục tiêu báo cáo lần trước, chủ yếu do kết quả kinh doanh tăng tốt trong Q4.2025 và dự báo tăng trong giai đoạn 2026-2030. Giá cổ phiếu đã tăng mạnh và đang trên đường điều chỉnh sau khi lập đỉnh lịch sử, chúng tôi khuyến nghị GIỮ vị thế hiện tại.

Triển vọng đầu tư

- Kết quả kinh doanh dự báo tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ lợi nhuận ngành lọc dầu khởi sắc:** Lợi nhuận ngành lọc dầu được hưởng lợi khi giá sản phẩm lọc dầu tăng mạnh hơn với dầu thô nguyên liệu, đặc biệt tại sản phẩm dầu DO và nhiên liệu hàng không từ nửa cuối năm 2025. Chiến sự tại Trung Đông tiếp tục đẩy lợi nhuận lọc dầu lên mức cao kể từ năm 2022. Dự báo theo kịch bản cơ sở, lợi nhuận trước thuế năm 2026 của BSR có thể đạt mức 13.710 tỷ đồng, tăng 131% so với 2025.
- Nhà máy duy trì hoạt động ổn định ở mức trên 100% công suất thiết kế:** Trong những năm qua nhờ công tác vận hành bảo dưỡng nhà máy tốt, nhà máy luôn vận hành tại công suất 110-120% công suất thiết kế, mang lại hiệu quả cao cho công ty. Trong năm 2025, nhà máy vận hành ở mức trung bình 119%, đưa sản lượng sản xuất đạt 7,91 triệu tấn sản phẩm các loại, sản lượng bán hàng đạt 7,90 triệu tấn. Năm 2026, công ty tiếp tục xây dựng kế hoạch sản lượng sản xuất là 7,76 triệu tấn, tương đương khoảng 115% công suất thiết kế.
- Vị trí quan trọng trong đảm bảo nguồn cung xăng dầu cho thị trường nội địa và an ninh năng lượng:** Công ty hiện cung cấp khoảng 30% nhu cầu xăng dầu trong nước, nhà máy vận hành ổn định với công suất cao có vai trò quan trọng trong đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia. Đặc biệt nhà máy sử dụng nguồn dầu thô khai thác trong nước chiếm đến 70%, đồng thời có thể sử dụng đa dạng đến hơn 30 loại dầu thô khác nhau, nâng cao tính linh hoạt và chủ động trong sản xuất kinh doanh, đặc biệt là trong giai đoạn gián đoạn về nguồn dầu thô từ Trung Đông như hiện nay.
- Dự án nâng cấp mở rộng được đảm bảo tiến độ thực hiện:** Gói thầu chính "Thiết kế-Mua sắm- Xây dựng" (EPC) đã được mở từ ngày 3/2/2026, gói thầu có giá trị khoảng 31.650 tỷ đồng, thời hạn thực hiện là 37 tháng. Chúng tôi cho rằng trong bối cảnh căng thẳng nguồn cung xăng dầu hiện nay, dự án sẽ nhận được sự quan tâm và tập trung đẩy nhanh tiến độ thực hiện để đi vào hoạt động thương mại từ cuối năm 2028 theo kế hoạch.

Rủi ro đầu tư:

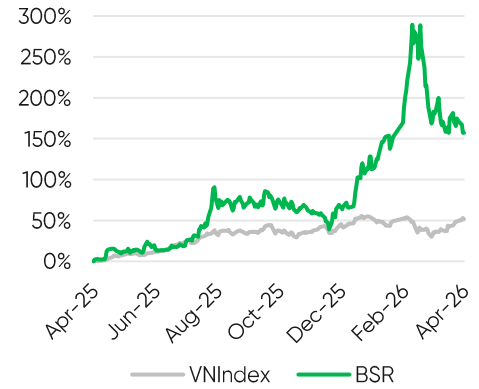
- Giá đoạn nguồn cung nguyên liệu dầu thô có thể làm giảm công suất hoạt động và ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của công ty.
- Khi giá nguyên liệu dầu thô tăng quá nhanh và mạnh làm tăng chi phí sản xuất, trong khi nhu cầu có thể bị thu hẹp làm giá sản phẩm lọc dầu tăng chậm lại, điều này có thể làm kết quả kinh doanh suy giảm.
- Giá cổ phiếu đã tăng hơn 120% trong 3 tháng gần đây, lập đỉnh cao nhất từ khi niêm yết, rủi ro điều chỉnh trong ngắn hạn có thể xảy ra. Mặc dù vậy, chúng tôi đánh giá cơ hội mua mới khá hấp dẫn khi giá cổ phiếu điều chỉnh về vùng 20.000-22.000 đồng/cổ phần.

Giá hiện tại	VND 25.000
Cao nhất 52 tuần	VND 37.850
Thấp nhất 52 tuần	VND 9.300
Giá mục tiêu 12 tháng	VND 26.800
Tỷ lệ tăng giá (%)	7,2

Vốn hóa (tỷ VND)	125.182
KLGD TB 10 phiên (tr cp)	12,41
Sở hữu NN hiện tại (%)	1,67
Số CP lưu hành (tr cp)	5.007,3

	BSR	VNI
P/E trượt 12T	24,0x	15,0x
P/B hiện tại	2,1x	2,2x
ROAA trượt 12T	6,0%	2,4%
ROAE trượt 12T	8,9%	16,1%

*Dữ liệu ngày 24/4/2026

Diễn biến giá cổ phiếu


Thay đổi giá (%)	1T	3T	6T
BSR	(9,1)	16,3	44,5
VN-INDEX	11,8	1,2	11,2

Cổ đông lớn (%)

PVN	92,13
Cổ đông khác	7,87

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn là đơn vị thành viên của Tập đoàn Công nghiệp và Năng lượng quốc gia Việt Nam (PVN), công ty được chuyển sang mô hình cổ phần từ năm 2018. Công suất nhà máy hiện tại đạt 148 nghìn thùng dầu/ngày, tương ứng với sản lượng khoảng 6,5 triệu tấn mỗi năm. Sản phẩm của công ty đáp ứng khoảng 30% nhu cầu xăng dầu trong nước. Công ty hiện đang thực hiện dự án nâng cấp và mở rộng công suất lên 171 nghìn thùng dầu/ngày, dự án dự kiến đi vào hoạt động từ cuối 2028

Chuyên gia phân tích ngành Năng lượng
Chu Thế Huỳnh
Huyhct@vpbanks.com.vn

Chiến tranh tại Trung Đông và các Kịch bản dự báo hoạt động kinh doanh 2026 của BSR

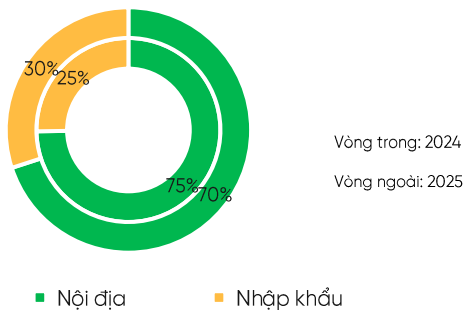
Chiến sự tại Trung Đông nổ ra gây thiếu hụt nguồn cung dầu khí khi eo biển Hormuz chiếm khoảng 20% nguồn cung dầu khí toàn cầu bị phong tỏa, đẩy giá dầu thô và giá sản phẩm lọc hóa dầu tăng mạnh. Điều này cơ bản mang đến hiệu quả kinh doanh tốt cho các nhà máy lọc hóa dầu, tuy vậy cũng chứa đựng những rủi ro về thiếu hụt dầu thô nguyên liệu cho sản xuất.

Đối với nhà máy lọc hóa dầu Bình Sơn, kế hoạch năm 2026 sẽ sản xuất khoảng 7,76 triệu tấn, tương đương với nhu cầu khoảng 8,30 triệu tấn dầu thô nguyên liệu đầu vào. Hiện nay nguồn dầu thô đầu vào từ 2 nguồn trong nước và nhập khẩu với tỷ lệ 70% - 30%. Dầu thô nhập khẩu của công ty khá đa dạng từ nhiều nguồn như Tây Phi, Trung Á, Đông Nam Á và một phần từ Trung Đông nhờ năng lực sản xuất chế biến của nhà máy.

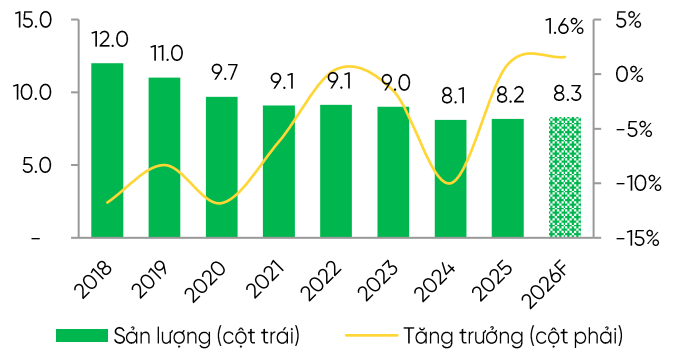
Khi chiến sự xảy ra, lãnh đạo công ty đã kích hoạt các phương án khẩn cấp để đảm bảo ổn định nguồn nguyên liệu dầu thô cho sản xuất nhằm hạn chế gián đoạn. Theo đó, công ty đề xuất được mua toàn bộ dầu thô khai thác trong nước tại các mỏ theo giá thị trường cạnh tranh, bên cạnh đó công ty cũng tìm kiếm các nguồn dầu thô từ các khu vực ngoài Trung Đông của các đối tác thương mại quen thuộc. Theo công ty, khả năng đảm bảo nguồn dầu thô cho sản xuất đến hết tháng 5/2026, nguồn dầu thô trong nước tăng lên chiếm 90%. Tuy vậy nếu chiến sự kéo dài, có thể tác động giảm công suất theo kế hoạch của công ty từ tháng 8/2026.

Với sản lượng dầu thô khai thác trong nước đạt khoảng 8,2 triệu tấn, trong trường hợp thực hiện chỉ đạo của Chính phủ, nguồn dầu thô khai thác trong nước nếu ưu tiên sử dụng toàn bộ cho nhu cầu chế biến trong nước, chúng tôi cho rằng thiếu hụt nguyên liệu cho sản xuất là không lớn trong năm 2026.

Cơ cấu sử dụng dầu nguyên liệu của BSR



Sản lượng dầu thô khai thác của Việt Nam



Nguồn: GSO, BSR, VPBankS Research

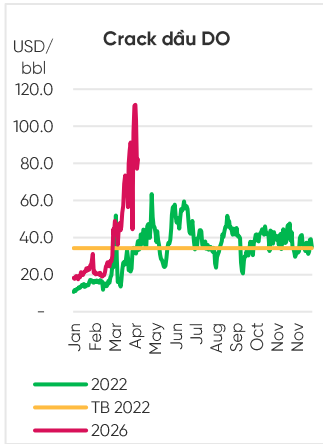
Về chênh lệch giá sản phẩm lọc dầu và dầu thô nguyên liệu (crack spread), trong 2 tháng đầu năm 2026, chênh lệch có xu hướng giảm nhẹ so với Q4/2025, tuy vậy khi chiến sự xảy ra, chênh lệch này đã tăng mạnh, đặc biệt với sản phẩm dầu DO và nhiên liệu hàng không đã tăng vọt lên mức cao nhất trong 4 năm qua, vượt qua giai đoạn chiến tranh Nga-Ukraine năm 2022.

Biến động chênh lệch giá sản phẩm và dầu thô thị trường Singapore

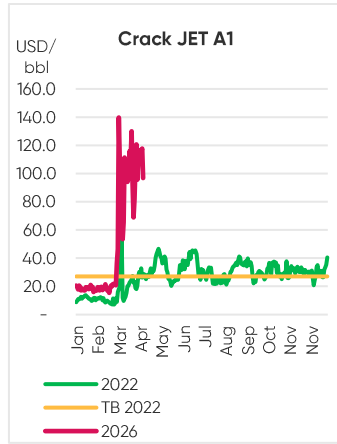
Biến động chênh lệch giá dầu sản phẩm và dầu thô (crack spread) trên thị trường Singapore với từng loại sản phẩm rất khác nhau trong thời gian qua. Sau khi chiến sự xảy ra, crack spread của dầu DO và nhiên liệu hàng không tăng sốc, trong khi crack của xăng và dầu FO tăng chậm hơn.

Đặc biệt crack spread so sánh với dầu thô Dubai (qua theo dõi, chúng tôi thấy chênh lệch này phản ánh sát với biên lợi nhuận hoạt động của BSR) cho thấy có thời điểm crack spread của dầu FO giảm xuống giá trị âm (-). Điều này là do nhu cầu mỗi loại sản phẩm trên thị trường là khác nhau, trong khi nhu cầu dầu DO vẫn tốt và nguồn cung thắt chặt, trong khi nhu cầu xăng và dầu FO ở mức thấp hơn.

Sản phẩm dầu DO chiếm 43%-45% tổng sản lượng của BSR



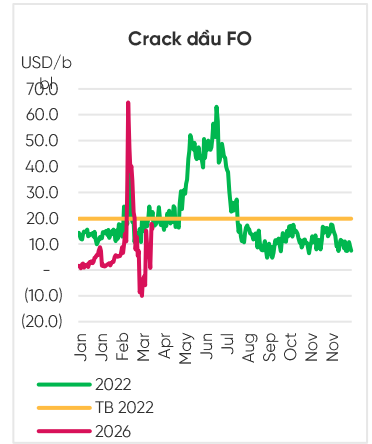
Sản phẩm JET A1 chiếm 8% tổng sản lượng của BSR



Sản phẩm Xăng chiếm 37%-38% tổng sản lượng của BSR



Sản phẩm dầu FO chiếm 2% tổng sản lượng của BSR



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Giả thiết và dự phóng kết quả kinh doanh của BSR

Chúng tôi dự báo, với việc chênh lệch giá sản phẩm lọc hóa dầu tiếp tục ở mức cao, cùng với việc công ty đảm bảo công suất hoạt động theo kế hoạch, **kết quả kinh doanh của công ty khả năng sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2026**. Cụ thể các giả thiết cho Kịch bản cơ sở (KB1) của chúng tôi:

- Giá dầu tăng mạnh đến hết tháng 3 năm 2026 ở mức 105 USD/thùng với dầu Brent, đưa trung bình Q1.2026 đạt 75 USD/thùng. Sau đó giảm dần về mức trung bình 80 USD/thùng trong Q2.2026, và tiếp tục giảm dần về mức 70 USD/thùng trong nửa cuối năm 2026 khi chiến sự và gián đoạn eo biển Hormuz giảm xuống.
- Sản lượng sản xuất năm 2026 đạt 7,85 triệu tấn, năm 2027 dự báo giảm xuống 6,67 triệu tấn do công ty thực hiện bảo dưỡng tổng thể lần 6, từ năm 2029 sẽ tăng lên 9,12 triệu tấn do dự án nâng cấp mở rộng hoàn thành và đi vào hoạt động thương mại.
- Biên lợi nhuận các sản phẩm lọc dầu đạt mức đỉnh trong cuối tháng 3/2026, đưa trung bình lợi nhuận gộp mỗi thùng dầu sản xuất của công ty đạt 12,9 USD/thùng. Giảm về mức 9,1 USD/thùng trong Q2.2026 và về mức trung bình 8,1 USD/thùng trong nửa cuối năm 2026.
- Lợi nhuận gộp và lợi nhuận trước thuế dự báo trong năm 2026 ở mức 14.140 tỷ đồng và 13.710 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 134% và 131% so với năm 2025. Đây cũng là mức lợi nhuận cao thứ 2 trong lịch sử hoạt động của công ty, sau năm 2022.
- Sau năm 2026, thị trường dầu khí bình ổn trở lại, giá dầu được dự báo quay trở lại mức trung bình 70-75 USD/thùng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế hàng năm của công ty sẽ quay về mức trung bình từ 8.000-9.000 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2027-2028 trước khi dự án Nâng cấp mở rộng hoàn thành đi vào hoạt động từ cuối 2028 đầu 2029.
- Chúng tôi cũng xây dựng 2 kịch bản cho các tình huống giá dầu giảm nhanh hơn (KB2 giá dầu đạt trung bình 72 USD/thùng) và hoặc vẫn đứng ở mức cao (KB3, giá dầu đạt trung bình 82,5 USD/thùng), theo đó, các kết quả kinh doanh của BSR có giá trị tương ứng trong bảng bên dưới.

Chỉ tiêu	Đơn vị	2025	2026F			2027F	2028F	2029F	2030F
			KB1	KB2	KB3				
Giá dầu thô (dầu Brent)	USD/thùng	68.0	75.0	72.0	82.5	70.0	70.0	70.0	70.0
Lợi nhuận gộp mỗi thùng dầu	USD/thùng	4.1	9.5	7.6	10.6	6.5	6.4	6.8	7.0
Sản lượng sản xuất	Triệu tấn	7.9	7.85	7.85	7.85	6.67	7.85	9.12	9.12
Doanh thu	Tỷ đồng	141,582	157,140	150,668	173,220	127,629	149,775	187,255	190,561
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	6,114	14,139	11,277	15,694	8,375	9,887	13,014	13,230
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	6,005	13,710	10,935	15,218	7,931	9,241	10,447	10,798
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	5,217	12,339	9,841	13,697	7,138	8,317	9,402	9,718

Nguồn: BSR, VPBankS Research

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Với các giả thiết về hoạt động sản xuất kinh doanh năm 2026 và các năm tiếp theo như kịch bản cơ sở, sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và so sánh P/E, P/B các doanh nghiệp ngành lọc hóa dầu trên thị trường quốc tế.

- Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu được xác định ở mức 12,79% trên cơ sở lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm phát hành tháng 2/2026 ở mức 4,1%, phần bù rủi ro thị trường là 8,13%, hệ số Beta là 1,07 lần. Tăng trưởng dòng tiền tự do sau năm 2030 giả thiết ở mức 4,0%.
- Chi phí sử dụng vốn bình quân WACC được xác định ở mức 12,12% trên cơ sở tỷ lệ vốn chủ sở hữu/vốn vay là 86%/14%, công ty có tỷ lệ vay nợ thấp mặc dù thực hiện đầu tư dự án năng cấp mở rộng.

Kết hợp các phương pháp định giá, giá trị cổ phiếu được xác định ở mức 26.800 đồng/cổ phần, tương đương với P/E forward 2026 là 11,2 lần, tuy vậy năm 2026 dự báo là năm có lợi nhuận tích cực đột biến.

Định giá theo chiết khấu dòng tiền Vốn chủ sở hữu

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí vốn Chủ sở hữu	%	12.79%
Tăng trưởng dòng tiền thuần sau năm 2030	%	4.00%
Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2026F – 2030F	tỷ đồng	19,555
Hiện giá dòng tiền sau năm 2030F	tỷ đồng	105,439
Tiền tương tiến cuối 2026F	tỷ đồng	19,582
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	144,576
Nợ vay cuối năm 2026F	tỷ đồng	11,311
Giá trị Vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	133,265
Số lượng cổ phần	Triệu cp	5,007
Giá trị mỗi cổ phần	đồng	26.614

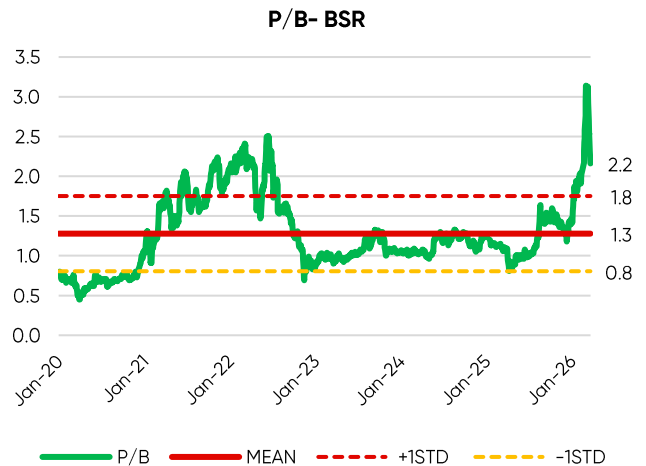
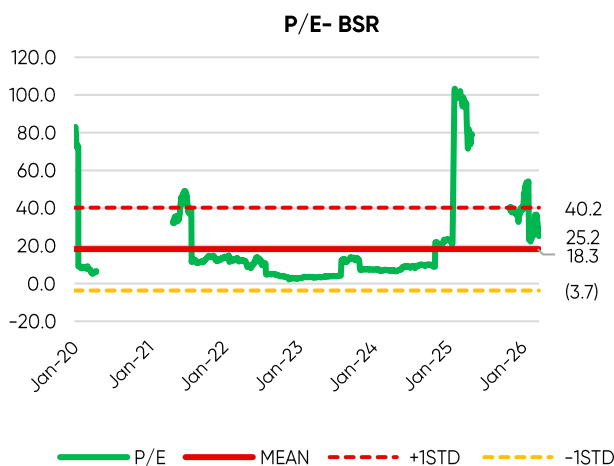
Định giá theo chiết khấu dòng tiền Doanh nghiệp

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí vốn bình quân WACC	%	12.12%
Tăng trưởng dòng tiền thuần sau năm 2030	%	4.00%
Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2026F – 2030F	tỷ đồng	11,473
Hiện giá dòng tiền sau năm 2030F	tỷ đồng	101,904
Tiền tương tiến cuối 2026F	tỷ đồng	19,582
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	132,959
Nợ vay cuối năm 2026F	tỷ đồng	11,311
Giá trị Vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	121,649
Số lượng cổ phần	Triệu cp	5,007
Giá trị mỗi cổ phần	đồng	24.294

Chỉ tiêu	Đơn vị	P/E	P/B	FCFE	FCFF	Trung bình
Giá trị hệ số	Lần	15,98	1,27			
EPS, BV forward 2026F	Đồng	2.394	14.235			
Giá trị cổ phiếu theo mỗi phương pháp	Đồng	38.268	18.093	26.614	24.294	
Giá trị cổ phiếu theo trung bình 4 phương pháp	Đồng					26.817

Nguồn: VPBankS Research

Biến động hệ số P/E, P/B của BSR trong 6 năm gần đây

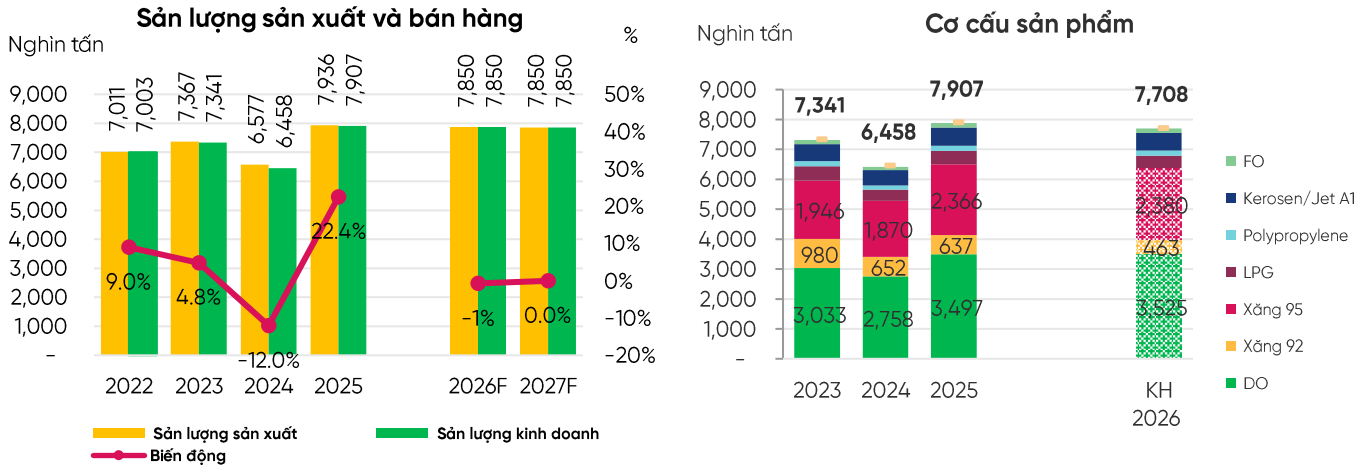


Nguồn: Fiinpro, VPBankS Research

PE Trailing 2025 của BSR đang ở mức 25,2 lần, cao hơn mức trung bình 6 năm gần đây là 18,3. EPS của BSR cũng biến động rất mạnh trong 6 năm qua khiến cho hệ số P/E biến động mạnh. Trong khi đó P/B hiện tại đạt 2,2 lần, cũng cao hơn mức trung bình 1,3 lần và +1 STD là 1,8 lần.

TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG CÁC NĂM TỚI

Sản lượng sản xuất và kinh doanh tiếp tục đạt mức cao vượt xa công suất thiết kế



Nguồn: Fiinpro, BSR, VPBankS Research

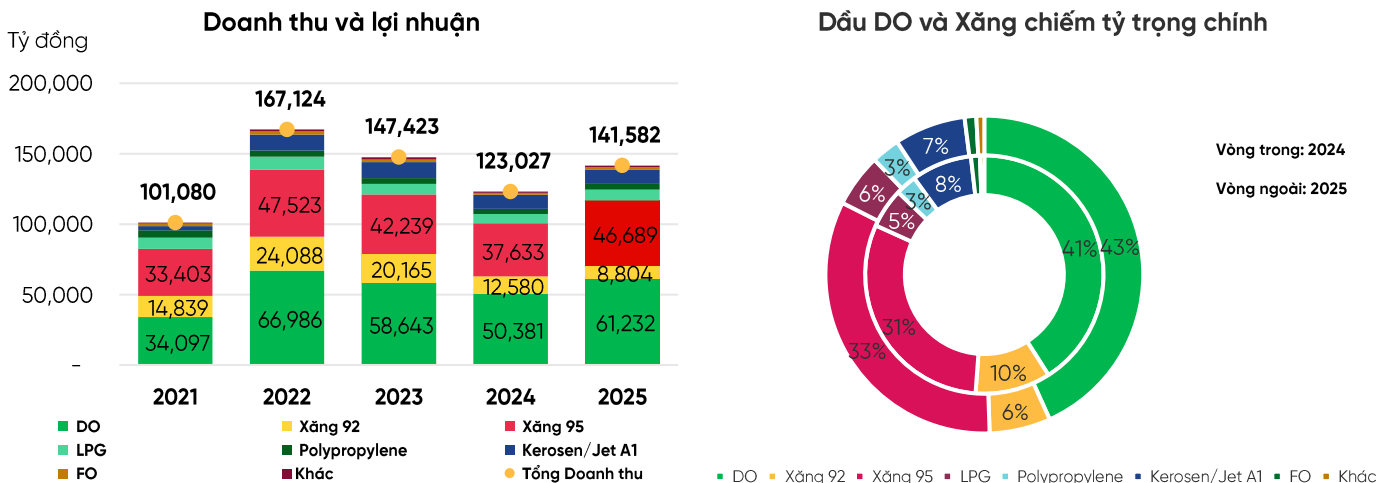
Với công suất thiết kế là 6,5 triệu tấn/năm (148 nghìn thùng dầu thô/ngày), năng lực hoạt động những năm gần đây của nhà máy đều đạt trên 115% công suất thiết kế nhờ vào công tác vận hành bảo dưỡng thường xuyên và định kỳ, đảm bảo tính khả dụng của nhà máy và quản trị sản xuất tốt trong điều kiện nhu cầu tiêu thụ tích cực. Năm 2025, nhà máy hoạt động đạt 119% công suất thiết kế.

Công ty cũng đa dạng nguồn dầu thô nguyên liệu và đa dạng sản phẩm. Đến hiện tại, công ty có thể sử dụng đến hơn 30 loại dầu thô nguyên liệu khác nhau trên thế giới nhằm linh hoạt và chủ động trong hoạt động sản xuất. Bên cạnh đó, nhà máy cũng được nghiên cứu gia tăng tối đa các sản phẩm có biên lợi nhuận tốt như dầu DO, nhiên liệu hàng không và sản xuất các sản phẩm có tính ổn định cao, bền vững.

Năm 2026 công ty đặt kế hoạch sản lượng sản xuất là 7,76 triệu tấn sản phẩm các loại, bằng 98% thực hiện của năm 2025. Chúng tôi dự báo công ty sẽ tiếp tục đạt mức sản lượng cao với khoảng 7,85-8,00 triệu tấn, sản lượng kinh doanh đạt mức tương đương.

Chiến sự tại Trung Đông nổ ra gây gián đoạn nguồn cung dầu khí do eo biển Hormuz bị Iran phong tỏa, giá dầu đã tăng mạnh lên gần 120 USD/thùng (dầu Brent). Theo thông tin từ công ty, nguồn dầu thô nguyên liệu cho sản xuất đáp ứng được hoạt động đến hết tháng 5/2026, công ty cũng tìm kiếm bổ sung thêm các nguồn dầu thô nguyên liệu khác ngoài khu vực Trung Đông. Đối với dầu thô khai thác trong nước, công ty yêu cầu được mua lại dầu thô khai thác tại các lô Ruby, Bunga Orkid và Chim Sáo trong giai đoạn tháng 5-6/2026 để đảm bảo nguồn nguyên liệu sản xuất ổn định, tỷ lệ dầu thô nội địa có thể tăng lên 90%. Như vậy chúng tôi đánh giá khả năng gián đoạn sản xuất của công ty là ở mức thấp.

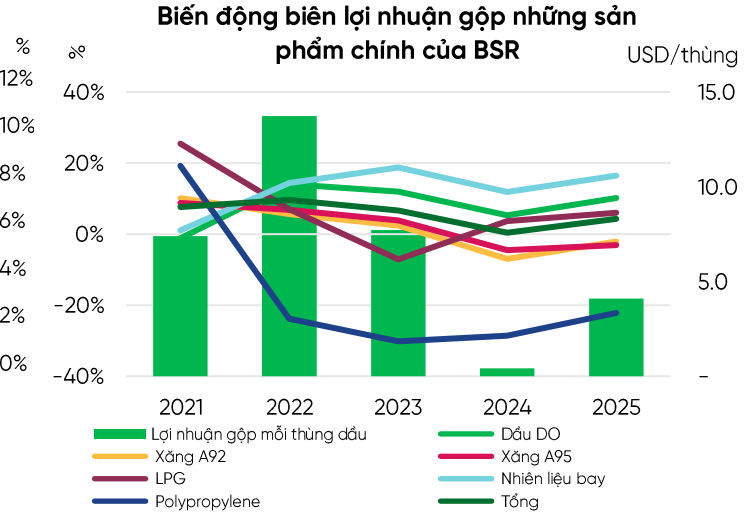
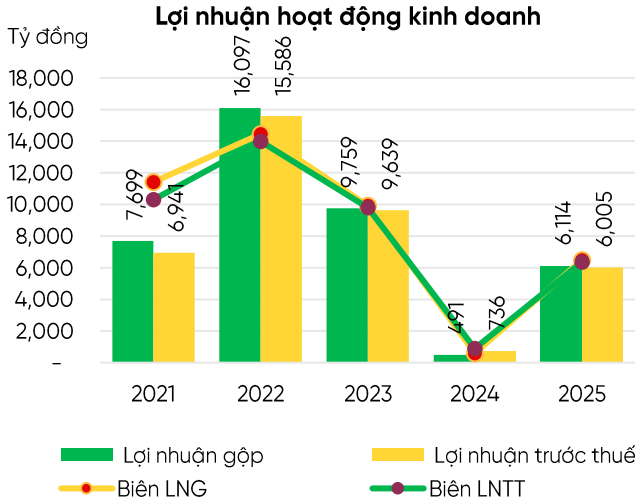
Doanh thu và lợi nhuận tăng nhờ sản lượng và biên lợi nhuận dầu phục hồi tốt



Nguồn: Fiinpro, BSR, VPBankS Research

Doanh thu năm 2025 đạt 141.582 tỷ đồng, tăng mạnh 15% so với năm 2024 trong khi giá dầu trung bình giảm 15% nhờ sản lượng sản xuất tăng 22,4%. Công ty tập trung gia tăng tỷ trọng các sản phẩm có biên lợi nhuận tốt như dầu DO chiếm 43% tổng doanh thu, nhiên liệu bay Jet A1 (7%) và sản phẩm LPG (6%), mặc dù vậy, cấu trúc sản phẩm vẫn nghiêng nhiều về sản phẩm xăng A95-A92 đạt 6% và 33%.

Biên lợi nhuận lọc dầu tiếp tục xu hướng tích cực



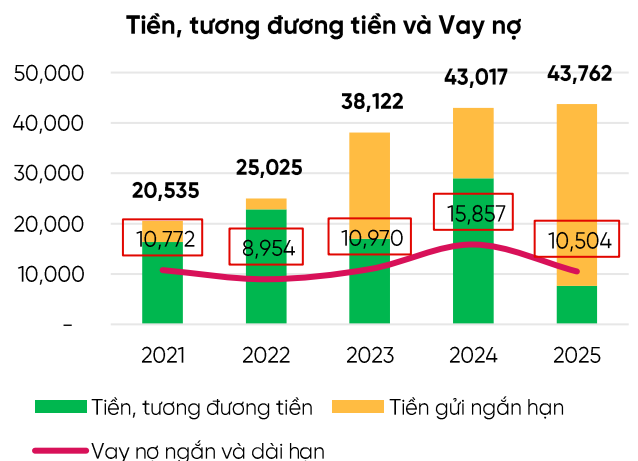
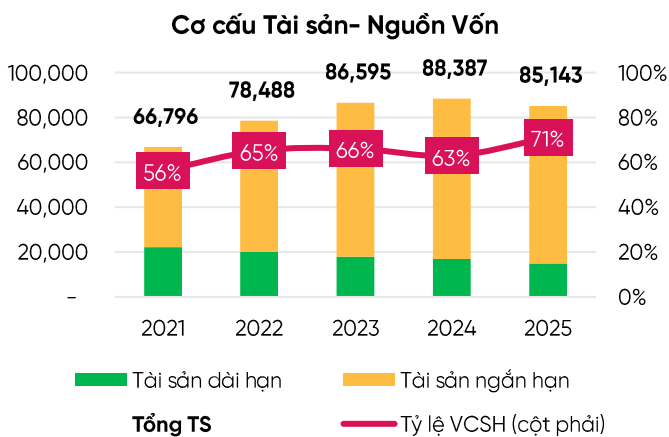
Nguồn: Fiinpro, BSR, VPBankS Research

Giá dầu giảm sâu trong khi hoạt động lọc dầu bị ảnh hưởng bởi các nhà máy lọc dầu bị dừng theo kế hoạch bảo dưỡng và hạn chế xuất khẩu sản phẩm dầu của Nga đã hỗ trợ biên lợi nhuận (crack spread) ngành lọc dầu tăng lên. Lợi nhuận gộp Q4.2025 tăng mạnh 16,6 lần so với nền thấp cùng kỳ 2024 lên 3.641 tỷ đồng.

Trong Q4.2025, sản phẩm dầu DO và Jet A1 tiếp tục có biên lợi nhuận gộp tốt nhất khi lần lượt đạt 15,6% và 22,9%. Nhóm sản phẩm xăng A92 và A95 cũng có sự cải thiện khi biên lợi nhuận gộp tăng lên mức dương 2,9% và 0,7% so với mức âm (-8,3%) và (-6,2%) cùng kỳ 2024 và âm (-2,1%) và (-4,5%) trong quý liền trước. Lũy kế cả năm, lợi nhuận gộp đạt 6.114 tỷ đồng, tăng mạnh 11,3 lần so với năm 2024.

Tình hình tài chính mạnh mẽ đảm bảo nguồn vốn cho đầu tư dự án nâng cấp mở rộng

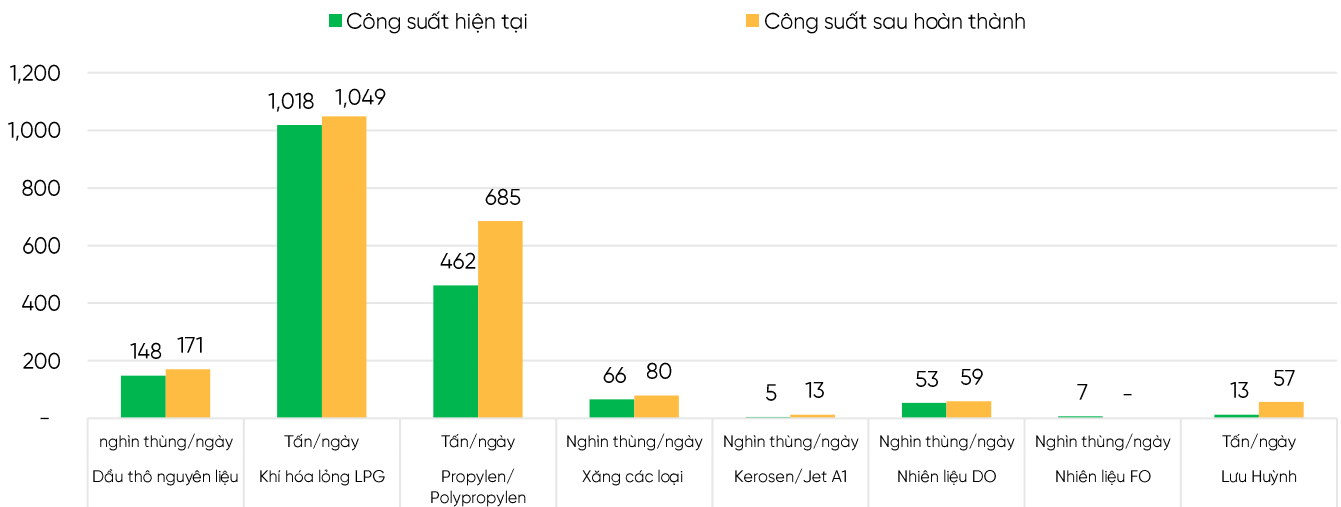
Tổng tài sản đến cuối năm 2025 đạt 85.143 tỷ đồng, giảm 3,8% so với đầu năm (YTD). Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn đạt 43.762 tỷ đồng (+1,7% YTD), chiếm đến 51,4% tổng tài sản. Vốn chủ sở hữu đạt 60.513 tỷ đồng (+9% YTD) nhờ lợi nhuận trong kỳ tăng, tỷ lệ D/E đạt thấp với 0,41 lần. Trong Q4.2025, công ty đã hoàn thành tăng vốn điều lệ lên 50.073 tỷ đồng (+61,5%) bằng việc phát hành chia cổ phiếu thưởng và trả cổ tức bằng cổ phiếu. Chúng tôi đánh giá tình hình tài chính của công ty rất mạnh mẽ, đảm bảo nguồn vốn cho thực hiện dự án nâng cấp mở rộng với quy mô vốn gần 1,49 tỷ USD trong giai đoạn 2026-2028.



Nguồn: Fiinpro, BSR, VPBankS Research

Dự án đầu tư nâng cấp mở rộng nhà máy.
Tiến độ thực hiện:

- Ngày 2/2/2026 gói thầu san lấp mặt bằng đã được khởi công, quy mô gói thầu là 369 tỷ đồng, khối lượng thực hiện là 2,7 triệu m³, thời gian thực hiện trong 10 tháng.
- Ngày 3/2/2026, gói thầu EPC đã được mở, đang trong giai đoạn chấm thầu, theo kế hoạch sẽ sớm thực hiện công bố kết quả thầu gói thầu. Phấn đấu ký hợp đồng EPC và khởi công dự án không chậm hơn Q3/2026.
- Công tác thu xếp vốn vay: công ty vẫn đang tiếp tục làm việc với các tổ chức tư vấn để thu xếp khoản vốn vay tài trợ dự án. Với tổng vốn đầu tư là 1,49 tỷ USD, dự kiến tỷ lệ vốn vay là khoảng 40%, khoản vốn cần thu xếp là khoảng 600 triệu USD.
- Theo kế hoạch, giá trị đầu tư cho dự án trong năm 2026 là 7.787 tỷ đồng, toàn bộ được sử dụng từ vốn chủ sở hữu.

Công suất nhà máy (theo ngày)


Nguồn: BSR, VPBankS Research

Với cấu hình nhà máy sau khi hoàn thành dự án nâng cấp mở rộng, chúng tôi đánh giá hiệu quả hoạt động sẽ tăng lên khi nhà máy đảm bảo được các tiêu chuẩn về chất lượng sản phẩm (tăng lên chuẩn EURO 5, cũng như gia tăng tỷ trọng các sản phẩm có nhu cầu tiếp tục tăng lên như nhiên liệu bay, dầu DO, sản phẩm hóa dầu.

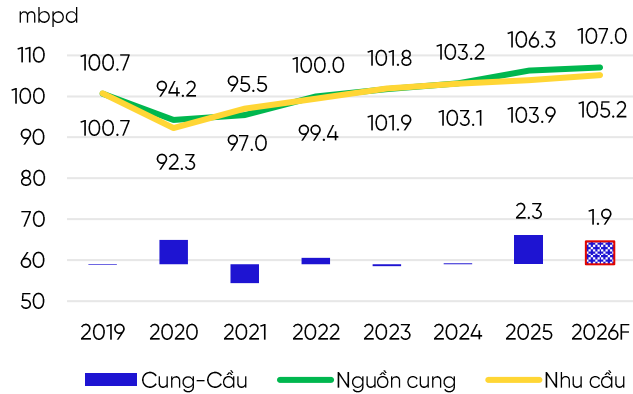
TÌNH HÌNH THỊ TRƯỜNG DẦU KHÍ

Thị trường dầu khí chuyển sang có lợi cho BSR, tuy nhiên chứa đựng rủi ro suy giảm công suất hoạt động

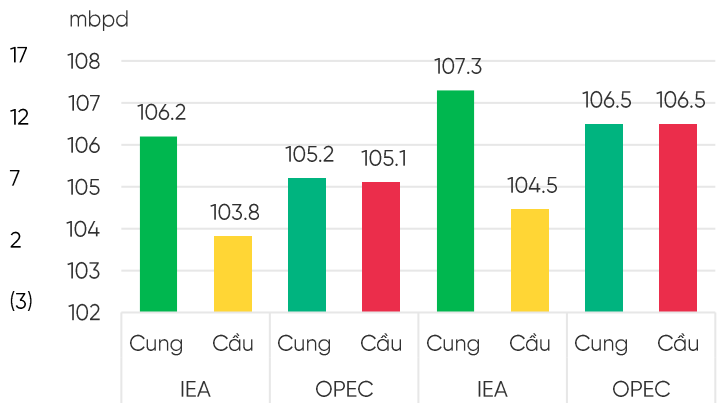
Trong báo cáo tháng 3/2026, tổ chức năng lượng quốc tế (IEA) đã điều chỉnh dự báo Cung – Cầu dầu toàn cầu năm 2026, theo đó, nhu cầu chỉ tăng thêm 0,64 triệu thùng/ngày, giảm 0,21 mbpd so với dự báo tháng 2/2026. Trong khi đó, nguồn cung chỉ tăng thêm 1,1 mbpd lên 107,3 mbpd, giảm 1,3 mbpd so với dự báo tháng trước, toàn bộ lượng tăng thêm đến từ các nước ngoài OPEC+.

Trong khi đó, báo cáo của cơ quan năng lượng Mỹ (EIA) tháng 3/2026 cũng hạ dự báo nguồn cung dầu xuống còn 107 mbpd, khá tương đồng với dự báo của IEA.

Dự báo cung cầu dầu của EIA (T3.2026)



Dự báo cung cầu dầu của IEA, OPEC (T3.2026)



Nguồn: IEA, OPEC, EIA, VPBankS Research

Tại các báo cáo cuối năm 2025, giá dầu được các tổ chức dự báo trong năm 2026 tiếp tục chịu sức ép giảm, EIA dự báo giá dầu bình quân năm 2026 khoảng 58 USD/thùng với dầu Brent và 54 USD/thùng với dầu WTI, xu hướng có thể giảm tiếp trong năm 2027. Tuy vậy, giá dầu đã được dự báo tăng mạnh sau khi chiến tranh tại Trung Đông nổ ra.

Chiến tranh tại Trung Đông tác động mạnh đến nguồn cung và giá dầu

Chiến tranh tại Trung Đông nổ ra vào cuối tháng 2/2026 đang làm gián đoạn 20% nguồn cung dầu khí toàn cầu do eo biển Hormuz đang bị phong tỏa. Trong báo cáo tháng 3 của IEA, dự báo nguồn cung dầu thô sụt giảm khoảng 8 triệu thùng/ngày trong tháng 3/2026. IEA sơ bộ dự báo, nguồn cung dầu năm 2026 chỉ tăng trung bình khoảng 1,1 triệu thùng/ngày, giảm hơn 50% so với báo cáo tháng 2/2026 là 2,4 triệu thùng/ngày. Ngày 11/3/2026, các quốc gia thành viên IEA đã nhất trí giải phóng 400 triệu thùng dầu trong kho dự trữ chiến lược của nhóm nhằm hỗ trợ nguồn cung, đây là lần giải phóng lớn nhất trong lịch sử của tổ chức này.

Giá dầu đã tăng sốc lên mức gần 120 USD/thùng trong phiên giao dịch ngày 9/3/2026, tuy vậy đã giảm trở lại mức quanh 100 USD/thùng (dầu Brent) trong thời điểm hiện tại. Nhiều lo ngại giá dầu có thể tiếp tục tăng lên mức cao nếu chiến sự kéo dài và eo biển Hormuz tiếp tục bị phong tỏa.

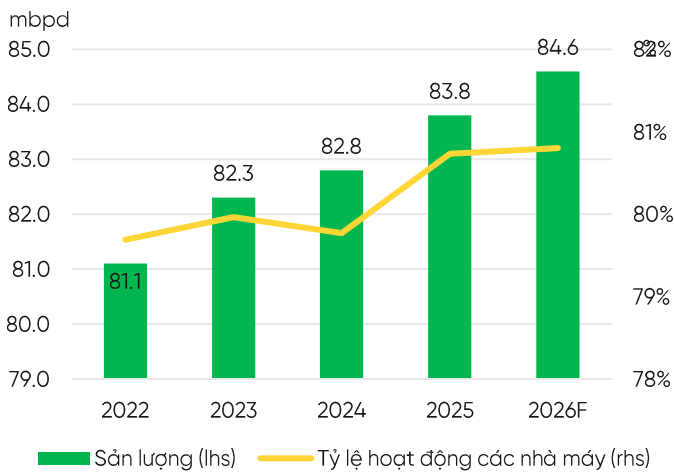
Tại cuối tháng 3/2026 theo khảo sát của Reuters, giá dầu Brent và WTI trung bình năm 2026 được các tổ chức và chuyên gia dự báo lần lượt đạt 82,9 và 76,8 USD/thùng, tăng 30% và 27% so với khảo sát tháng 2/2026. Trong báo cáo tháng 4/2026 mới đây của EIA còn dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2026 có thể đạt 95,6 USD/thùng.

Hoạt động lọc dầu

Theo báo cáo tháng 2 năm 2026 của IEA, ước tính sản lượng lọc dầu trung bình năm 2025 tăng gần 1 mbpd lên 83,6 mbpd. Cho năm 2026, IEA dự báo, sản lượng lọc dầu trung bình tăng thêm 0,79 mbpd lên 84,6 mbpd.

Theo IEA, các nhà sản xuất tại Trung Đông đã xuất khẩu 3,3 triệu thùng sản phẩm lọc dầu và 1,5 triệu thùng LPG mỗi ngày vào năm 2025. Hơn 3 triệu thùng công suất lọc dầu trong khu vực đã phải ngừng hoạt động do các cuộc tấn công và thiếu các kênh xuất khẩu khả thi. Sản lượng ở những nơi khác cũng sẽ bị hạn chế do nguồn dầu thô nguyên liệu khan hiếm.

Sản lượng và tỷ lệ hoạt động các nhà máy lọc dầu



Sản lượng lọc dầu theo khu vực (mbpd)

Khu vực	2022	2023	2024	2025	2026F
Châu Mỹ	18.7	18.7	19.1	19.2	19
Châu Âu	11.5	11.4	11.3	11.2	11
Châu Á châu Đại dương	6.1	5.8	5.7	5.5	5.6
Các nước OECD	36.3	35.9	36.1	36	35.5
Á Âu	6.5	6.5	6.3	6.4	6.5
Ngoài OECD châu Âu	3	3	3	0.4	0.4
Trung Quốc	13.9	14.8	14	14.9	14.9
Các nước châu Á khác	10.2	10.5	10.6	10.7	10.9
Mỹ La tinh	3.5	3.4	3.5	3.6	3.7
Trung đông	8.3	8.8	9.3	9.7	9.7
Châu Phi	1.8	1.8	1.8	2.1	2.2
Các nước ngoài OECD	44.9	46.3	46.7	48.2	48.5
Tổng lượng toàn cầu	81.1	82.3	82.8	83.8	84.6

Nguồn: IEA, OPEC, VPBankS Research

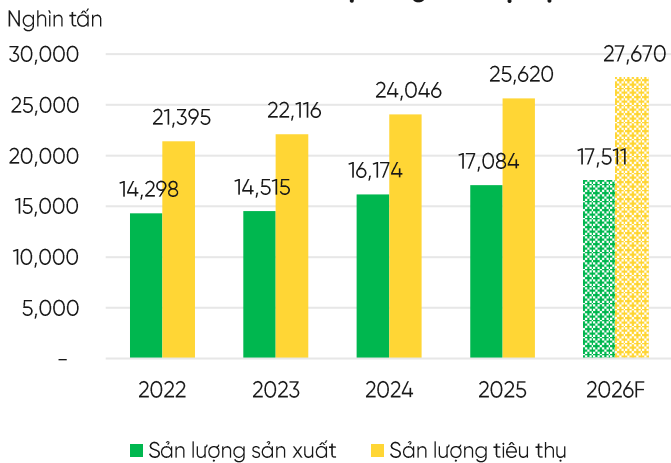
Nhu cầu xăng dầu trong nước dự báo tiếp tục tăng

Theo báo cáo của Bộ Công Thương, nguồn cung xăng dầu trong năm 2025 đạt 28,6 triệu tấn/m³ (+2,41%), trong khi đó, tiêu thụ xăng dầu đạt 26,4 triệu tấn/(m³), tương đương 2,2 triệu tấn/(m³) mỗi tháng. Sản lượng tồn kho duy trì ở mức 1,7 triệu tấn/(m³).

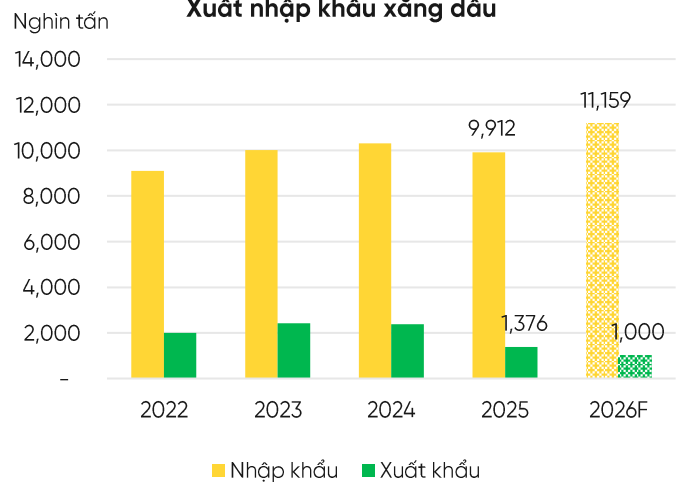
Năm 2026, với tăng trưởng kinh tế từ 10% trở lên, nhu cầu xăng dầu trong nước dự kiến tiếp tục tăng cao, tổng nguồn cung xăng dầu trong năm được yêu cầu chuẩn bị tăng lên 31,8 triệu tấn/m³ (+12%), tương ứng với khoảng 2,65 triệu tấn mỗi tháng.

Sản xuất xăng dầu trong năm 2025 đạt 17,1 triệu tấn, dự báo có thể tăng lên mức 17,5 triệu tấn trong năm 2026, như vậy mới chỉ đáp ứng được khoảng 60% nguồn cung yêu cầu, cần phải chuẩn bị nguồn nhập khẩu đến 40%. Điều này tiếp tục tác động tích cực đến sản lượng sản xuất và kinh doanh của công ty trong giai đoạn 2026-2030.

Sản xuất và tiêu thụ xăng dầu nội địa



Xuất nhập khẩu xăng dầu



Nguồn: MOIT, GSO, VPBankS Research

Như vậy cơ bản thị trường đang chuyển sang giai đoạn có lợi cho hoạt động của công ty với giá dầu sản phẩm tăng mạnh, tạo lợi nhuận tốt. Tuy vậy, với 30% nguồn nguyên liệu nhập khẩu, trong đó 1 phần đến từ Trung Đông, mỗi gián đoạn nguồn nguyên liệu cũng có thể ảnh hưởng làm giảm công suất hoạt động và làm suy giảm hiệu quả sản xuất kinh doanh của công ty.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Báo cáo thu nhập	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	123,027	141,582	157,130	127,629	149,775
Giá vốn hàng bán	-122,536	-135,468	-142,992	-119,253	-139,887
Lợi nhuận gộp	491	6,114	14,138	8,375	9,887
Doanh thu tài chính	2,230	1,917	1,534	1,565	1,596
Chi phí tài chính	-800	-481	-322	-293	-303
Chi phí bán hàng	-652	-824	-864	-893	-1,048
Chi phí quản lý DN	-561	-751	-786	-830	-899
Lợi nhuận thuần HDKD	708	5,974	13,700	7,924	9,233
Lợi nhuận trước thuế	736	6,005	13,709	7,931	9,241
Lợi nhuận sau thuế	591	5,217	12,339	7,138	8,317
Lợi nhuận cơ công ty mẹ	631	5,214	12,336	7,136	8,313

Bảng cân đối tài sản	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tài sản ngắn hạn	71,516	70,241	81,187	77,616	83,679
Tiền tương đương tiền	28,995	7,626	19,582	24,426	38,053
Đầu tư tài chính ngắn hạn	14,022	36,136	32,522	29,270	17,562
Khoản phải thu	12,457	13,539	15,067	12,238	14,362
Hàng tồn kho	15,891	12,667	13,712	11,435	13,414
Tài sản ngắn hạn khác	150	273	303	246	289
Tài sản dài hạn	16,871	14,902	19,888	31,369	45,928
Tài sản cố định	13,216	11,292	9,278	7,264	43,350
Tài sản dở dang dài hạn	1,352	2,032	9,032	22,527	1,000
Tài sản dài hạn khác	2,303	1,578	1,578	1,578	1,578
Tổng tài sản	88,387	85,143	101,075	108,984	129,607
Nợ phải trả	32,849	24,630	29,725	31,999	45,808
Nợ phải trả ngắn hạn	31,984	23,774	28,919	25,845	29,499
Phải trả người bán ngắn hạn	16,075	13,215	17,629	14,702	17,246
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	15,857	10,504	10,504	10,504	11,504
Phải trả ngắn hạn khác	53	54	786	638	749
Nợ phải trả dài hạn	865	856	806	6,154	16,308
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	0	0	0	5,398	15,602
Phải trả dài hạn khác	865	856	806	756	706
Vốn chủ sở hữu	55,538	60,513	71,349	76,985	83,800
Vốn góp của chủ sở hữu	31,005	50,073	50,073	50,073	50,073
Quỹ đầu tư phát triển	12,675	2,994	2,994	2,994	2,994
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	11,826	7,414	18,248	23,881	30,693
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	32	32	35	37	40
Tổng nguồn vốn	88,387	85,143	101,075	108,984	129,607

Lưu chuyển dòng tiền	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền hđ kinh doanh	-95	5,256	16,995	11,340	8,980
Dòng tiền hđ đầu tư	7,990	-21,650	-3,484	-10,340	-5,002
Dòng tiền hđ tài chính	3,848	-5,365	-1,555	3,843	9,649

Chỉ số tài chính	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Hệ số hiệu quả					
Biên lợi nhuận gộp	0.4%	4.3%	9.0%	3.4%	6.6%
EBITDA Margin	2.0%	5.9%	10.2%	8.0%	7.8%
Biên lợi nhuận ròng	0.5%	3.7%	7.9%	5.6%	5.6%
ROE	1.1%	8.6%	17.3%	9.3%	9.9%
ROA	0.7%	6.1%	12.2%	6.6%	6.4%

Hệ số tăng trưởng	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Hệ số tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	-16.5%	15.1%	11.0%	-18.8%	17.4%
Tăng trưởng LNNT	-92.4%	707.9%	128.3%	-42.1%	16.5%
Tăng trưởng LNST	-93.1%	777.5%	136.5%	-42.1%	16.5%
Tăng trưởng EPS	-92.7%	484.0%	100.1%	-43.4%	17.4%

Hệ số thanh khoản	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Hệ số thanh khoản					
Hệ số thanh toán hiện hành	2.2	3.0	2.8	3.0	2.8
Hệ số thanh toán nhanh	1.7	2.4	2.3	2.6	2.4
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	3.8	22.7	63.9	38.8	43.0

Hệ số định giá	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Hệ số định giá					
Lợi suất cổ tức	0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
EPS (VND)	204	1,189	2,394	1,355	1,591
BVPS (VND)	17,892	12,067	14,235	15,360	16,720
Tiền mặt ròng/cp (VND)	8,760	6,642	8,308	7,548	5,693
PE (lần)	23.6	39.0	10.7	19.0	16.2
PB (lần)	1.3	1.4	1.8	1.7	1.5

Nguồn: Fiinpro, VPBankS Research

Phụ lục: Hệ số P/E, P/B ngành so sánh

TT	Mã chứng khoán	Công ty	Quốc gia	Hệ số P/B	Hệ số P/E	Vốn hóa (tr USD)	ROA (%)	ROE (%)
1	002221 CH Equity	ORIENTAL ENERGY CO LTD -A	CHINA	1.2	33.4	1,885	0.4	1.6
2	036460 KS Equity	KOREA GAS CORPORATION	SOUTH KOREA	0.3	23.8	2,127	2.0	11.1
3	600256 CH Equity	GUANGHUI ENERGY CO LTD-A	CHINA	1.9	23.0	6,492	4.0	8.3
4	BCP TB Equity	BANGCHAK CORP PCL	THAILAND	0.8	18.2	1,694	0.7	3.6
5	600681 CH Equity	BESTSUN ENERGY CO LTD-A	CHINA	1.6	15.5	809	3.5	7.8
6	5021 JP Equity	COSMO ENERGY HOLDINGS CO LTD	JAPAN	1.3	15.1	4,661	3.0	11.9
7	IOCL IN Equity	INDIAN OIL CORP LTD	INDIA	1.0	13.6	20,439		
8	CAO SP Equity	CHINA AVIATION OIL SINGAPORE	SINGAPORE	1.4	13.1	1,446		
9	SPRC TB Equity	STAR PETROLEUM REFINING PCL	THAILAND	0.8	11.7	906	3.1	5.5
10	HPCL IN Equity	HINDUSTAN PETROLEUM CORP	INDIA	1.4	10.5	7,592		
11	018670 KS Equity	SK GAS LTD	SOUTH KOREA	0.8	9.8	1,567	2.6	6.7
12	BPCL IN Equity	BHARAT PETROLEUM CORP LTD	INDIA	1.5	8.9	12,959		
13	TOP TB Equity	THAI OIL PCL	THAILAND	0.6	7.3	3,191	2.4	6.1
14	GAS VN Equity	PETROVIETNAM GAS JSC CORP	VIETNAM	2.8	16.3	7,082	12.3	16.7
15	PLX VN Equity	VIETNAM NATIONAL PETROLEUM GROUP	VIETNAM	1.9	19.5	1,862	3.6	11.1
16	Trung bình			1.27	15.98			
17	BSR VN Equity	BINH SON REFINING AND PETROCHEMICAL	VIETNAM	2.08	24.14	5,332	0.7	1.0

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank (VPBankS) phát hành báo cáo này với mục đích cung cấp thông tin. Báo cáo này được lưu hành tới các khách hàng của VPBankS và các công ty liên kết hoặc các đối tượng mà VPBankS cho rằng phù hợp để nhận báo cáo, và không xét đến mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hay nhu cầu riêng biệt của bất kỳ cá nhân nào nhận được báo cáo này.

Báo cáo này không nhằm mục đích và trong bất kỳ trường hợp nào cũng không được hiểu là lời đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong đây hoặc các công cụ tài chính liên quan. Báo cáo cũng có thể bao gồm, toàn bộ hoặc một phần, các bản tóm tắt, nghiên cứu, tổng hợp, trích xuất hoặc phân tích được chuẩn bị bởi các đối tác chiến lược, liên doanh và/hoặc đối tác kinh doanh của VPBankS.

VPBankS không cam kết hay đảm bảo (dù rõ ràng hay ngụ ý) về tính chính xác hoặc đầy đủ của các thông tin này, và do đó, nhà đầu tư cần tự đưa ra quyết định sau khi cân nhắc kỹ lưỡng. Báo cáo này không nhằm hướng tới, phân phối hoặc sử dụng bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào tại các khu vực, quốc gia hoặc vùng lãnh thổ mà việc phát hành, phân phối, hoặc sử dụng báo cáo sẽ vi phạm quy định pháp luật hiện hành.

Mọi thông tin trong báo cáo này được tổng hợp từ các nguồn công khai mà VPBankS tin tưởng là đáng tin cậy và chính xác tại thời điểm phát hành báo cáo. Tuy nhiên, các nguồn này chưa được VPBankS và/hoặc các công ty liên kết kiểm chứng độc lập và báo cáo cũng không khẳng định rằng đã bao gồm tất cả các thông tin mà nhà đầu tư tiềm năng có thể cần. Các quan điểm được thể hiện trong báo cáo là những đánh giá hiện tại của VPBankS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. VPBankS không có nghĩa vụ phải cập nhật hay duy trì sự chính xác của thông tin, quan điểm được nêu trong báo cáo, cũng như không có nghĩa vụ cung cấp thêm bất kỳ thông tin nào cho người nhận.

Do đó, VPBankS không đảm bảo, đại diện hay cam kết, dù rõ ràng hay ngụ ý, về tính đầy đủ, chính xác, tin cậy, công bằng hoặc hợp lý của các thông tin và quan điểm trong báo cáo. Mặc dù đã nỗ lực để các dữ liệu thực tế trong báo cáo là chính xác, mọi ước tính, dự báo, nhận định hoặc đánh giá chủ quan được đưa ra đều dựa trên các giả định được VPBankS xem là hợp lý và không nên được hiểu là cam kết chắc chắn về khả năng xảy ra của các sự kiện được đề cập. Các giả định khác nhau có thể dẫn tới các kết quả và khuyến nghị hoàn toàn khác biệt.

Báo cáo này cũng có thể bao gồm các bình luận, ước tính, dự báo và ý kiến liên quan đến các nghiên cứu kinh tế vĩ mô do các chuyên gia kinh tế của VPBankS công bố, tuy nhiên các nội dung này không nên được xem là khuyến nghị đầu tư hoặc tư vấn đầu tư đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập.

Báo cáo này không mang tính toàn diện và không cung cấp đầy đủ các thông tin mà một nhà đầu tư tiềm năng cần để đưa ra quyết định đầu tư. Người nhận báo cáo cần tự thực hiện đánh giá và quyết định độc lập đối với bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào được đề cập.

Bất kỳ khoản đầu tư nào được thảo luận hoặc khuyến nghị trong báo cáo có thể không phù hợp với mục tiêu đầu tư và tình hình tài chính cụ thể của từng nhà đầu tư.

Báo cáo này có thể chứa các tuyên bố dự báo về tương lai, thường (nhưng không phải luôn luôn) được nhận diện thông qua các từ ngữ như "tin rằng", "ước tính", "dự định", "kỳ vọng" hoặc những diễn đạt tương tự như "có thể", "sẽ", "có khả năng xảy ra". Những tuyên bố này dựa trên các giả định và thông tin sẵn có tại thời điểm báo cáo được phát hành và chịu ảnh hưởng bởi các rủi ro, bất định cũng như các yếu tố khác có thể khiến kết quả thực tế khác biệt đáng kể so với những dự báo đã nêu.

Người nhận báo cáo cần thận trọng đối với những tuyên bố này và không nên quá tin tưởng vào các dự báo nêu ra. VPBankS từ chối mọi nghĩa vụ cập nhật hoặc điều chỉnh bất kỳ tuyên bố dự báo nào dù do có thông tin mới, sự kiện tương lai hay những tình huống ngoài dự tính phát sinh sau ngày công bố báo cáo.

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, phường Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com