

Tổng Công ty Lọc hóa dầu Việt Nam - CTCP (BSR)

Trung Lập (Duy trì)

+3,4%

Dầu khí

Giá hiện tại	VND25.350
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND37.400/13.350
Giá mục tiêu	VND26.200
Giá mục tiêu trước đó	VND16.700
Consensus	N/A
Tiềm năng tăng giá	3,4%
Tỷ suất cổ tức	2,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	5,4%

Triển vọng	Trung Lập
Định giá	Trung Lập
Phân tích kỹ thuật	Trung Lập

Thị giá vốn (tr USD)	4.824
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	10,5
Sở hữu NN (tr USD)	2.305
Số CP lưu hành (tr)	5.007
Số CP sau pha loãng (tr)	5.007

	BSR	Ngành	VNI
P/E trượt	6,4x	8,1x	11,8x
P/B hiện tại	1,7x	0,9x	1,9x
ROA	20,8%	6,9%	2,6%
ROE	30,1%	16,8%	16,6%

* dữ liệu ngày 14/08/2026

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
BSR	-5,7%	-15,2%	82,0%
VNIndex	-4,3%	-10,2%	5,4%

Cơ cấu sở hữu

PetroVietnam	92,1%
Khác	7,9%

Tổng quan doanh nghiệp

Tổng công ty Lọc hóa dầu Việt Nam (BSR) sở hữu Nhà máy lọc dầu Dung Quất – nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam với tổng vốn đầu tư 3 tỷ USD, bắt đầu vận hành thương mại từ năm 2011. Nhà máy lọc dầu có công suất thiết kế ~6,5 triệu tấn dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh thấp mỗi năm (tương đương 148.000 thùng/ngày). Sau giai đoạn nâng cấp và mở rộng, công suất nhà máy lọc dầu sẽ tăng thêm 17% lên 7,6 triệu tấn mỗi năm.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

Định giá đã ở mức hợp lý

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập với tiềm năng tăng giá 3,4% và tỷ suất cổ tức 2,0%.
- Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 57% sau khi điều chỉnh tăng mạnh dự phóng lợi nhuận năm 2026-27 và chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2026.
- P/B hiện tại là 1,7x cao hơn nhiều so với P/B trung bình 5 năm (1,4x), và chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang ở mức định giá hợp lý.

Tiêu điểm tài chính

- BSR ghi nhận LN ròng tăng trưởng đột biến 12,6 lần svck trong 6T26 nhờ giá dầu và đặc biệt là biên lọc dầu tăng vọt sau khi Mỹ tấn công Iran.
- Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2026 sẽ tăng mạnh 4,9 lần svck, sau đó LN sẽ giảm trở lại (-68% svck) trong năm 2027 khi biên lọc dầu điều chỉnh về vùng bình ổn hơn với giả định xung đột tại Iran sẽ kết thúc trong cuối năm 2026.

Luận điểm đầu tư

Biên LN lọc dầu neo cao với diesel là tâm điểm...

Xung đột Iran và việc đóng cửa eo biển Hormuz không chỉ tác động đến giá dầu thô mà còn làm gián đoạn trầm trọng năng lực lọc dầu và chuỗi cung ứng sản phẩm dầu mỏ toàn cầu. Thị trường sản phẩm lọc dầu, đặc biệt là diesel, bị thắt chặt khiến biên lợi nhuận lọc dầu tăng mạnh duy trì ở mức cao kỷ lục (crack diesel trung bình: +3,3x svck) và đang đem lại khoản lợi nhuận khổng lồ cho các nhà máy lọc dầu vẫn đảm bảo được nguồn nguyên liệu đầu vào như BSR. Do đó, chúng tôi kỳ vọng BSR sẽ ghi nhận LN kỷ lục trong năm 2026 ở mức ~25,3 nghìn tỷ, tăng 4,9x svck.

... nhưng rủi ro điều chỉnh sẽ tạo áp lực lên tăng trưởng trong các quý tới

Thị trường sản phẩm lọc dầu vốn có đặc thù rất nhạy cảm với các rủi ro đứt gãy chuỗi cung ứng và cả ngược lại khi xung đột hạ nhiệt. Dựa trên kỳ vọng căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt, dòng chảy dầu qua Hormuz và công suất lọc dầu dần phục hồi sẽ thu hẹp tình trạng thiếu hụt dầu thành phẩm, kéo theo đó là crack spread trở lại mức bình ổn, tuy vẫn sẽ cao hơn so với trước chiến tranh. Với đặc thù phải duy trì tồn kho và không sử dụng công cụ hedging, các DN lọc dầu như BSR sẽ chịu áp lực tồn kho giá vốn cao trong trường hợp giá dầu thô và biên lọc dầu điều chỉnh mạnh.

Dự án mở rộng nhà máy Lọc dầu Dung Quất bám sát tiến độ triển khai

Dự án NCMR nhà máy Lọc dầu Dung Quất vừa có bước tiến quan trọng khi BSR đã chính thức ký hợp đồng EPC để triển khai dự án từ tháng 7/2026. Với việc ghi nhận KQKD bùng nổ trong năm 2026, chúng tôi cho rằng BSR có thể điều chỉnh giảm tỷ lệ nợ vay xuống 30% so với mức kế hoạch là 40% để giảm áp lực tài chính trong tương lai. Nhìn chung, dự án mở rộng 17% công suất và dự kiến vận hành từ 2029 sẽ là động lực tăng trưởng chính của BSR trong dài hạn.

Định giá đã ở mức hợp lý

Giá cổ phiếu BSR đã tăng gần 60% từ đầu năm và 82% trong 1 năm qua, kéo mức định giá P/B lên 1,7x, cao hơn so với P/B trung bình 5 năm. Ngoài động lực từ giá dầu cao và KQKD, BSR còn được thúc đẩy bởi kỳ vọng thoái vốn, việc mà chúng tôi cho rằng là khó có thể thực hiện được trong ngắn hạn. Do đó, chúng tôi nhận thấy định giá hiện tại đã phản ánh KQKD tích cực trong năm nay trong bối cảnh chúng tôi kỳ vọng LN đã tạo đỉnh và sẽ đi xuống khi giá nhiên liệu hạ nhiệt.

	2023	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu	(11,8%)	(16,5%)	15,1%	45,0%	(34,7%)
Tăng trưởng EPS	(42,2%)	(92,6%)	726,1%	385,4%	(68,2%)
Biên lợi nhuận gộp	6,5%	0,4%	4,3%	14,4%	7,2%
Biên lợi nhuận ròng	5,8%	0,5%	3,7%	12,3%	6,0%
P/E (lần)	6,5	110,8	15,3	5,2	16,2
P/B (lần)	1,0	1,3	1,3		
ROAE	14,9%	1,1%	8,6%	30,7%	9,3%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	(47,5%)	(48,9%)	(55,0%)	(63,3%)	(55,9%)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận Q2 tiếp tục hưởng lợi từ xung đột tại Iran

Hình 1: Tóm tắt KQKD Q1/26

Tỷ đồng	Q2/26	%svck	6T26	%svck	sv. dự phóng
Giá dầu Brent (USD/thùng)	104,5	56,7%	91,5	29,1%	114,3%
Sản lượng ('000 tấn)	2.060	3,8%	4.050	5,2%	50,2%
Công suất vận hành (%)	127%	4,7 đ %	125%	6,2 đ %	
Doanh thu	58.716	59,7%	104.636	52,4%	53,4%
LN gộp	8.606	746,8%	18.113	1195,0%	69,4%
Chi phí BH&QLDN	460	21,4%	1.010	52,6%	45,6%
LN / (Chi phí) tài chính thuần	303	-6,4%	581	-15,2%	42,9%
LNTT	8.484	764,8%	17.733	1120,8%	70,2%
LN ròng	7.460	782,2%	15.725	1163,7%	69,3%
Biên LN gộp	14,7%	11,9 đ %	17,3%	15,3 đ %	
Biên LN ròng	12,7%	10,4 đ %	15,0%	13,2 đ %	

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ trong Q2/26 nhờ cả giá bán và sản lượng cùng tăng

Doanh thu Q2/26 tăng 59,7% svck lên 58,7 nghìn tỷ đồng, nhờ sự gia tăng của cả giá bán và sản lượng. Trong khi tổng sản lượng Q2/26 tăng 45% svck lên 2,06 triệu tấn, giá bán thành phẩm cũng tăng cao do xung đột kéo dài tại Iran (giá trung bình Q2/26 dầu Brent: +56,7% svck; crack spread xăng: +140% svck; crack spread diesel: +280% svck).

Biên LN gộp mở rộng mạnh mẽ nhờ biên lọc dầu tăng vọt

Hưởng lợi từ đà tăng mạnh mẽ của crack spread, biên LN gộp Q2/26 đã tăng 11,9 điểm % svck lên mức 14,7%; kết quả này giúp LN gộp tăng 8,5 lần svck lên 8.600 tỷ đồng. Diesel tiếp tục là nguồn đóng góp lớn nhất, với LN gộp tăng gấp 5,7 lần svck lên 5.400 tỷ đồng, chiếm 58% tổng LN gộp toàn công ty; trong khi đó, LN gộp sản phẩm xăng đã chuyển sang mức dương 1.600 tỷ đồng nhờ sự gia tăng mạnh mẽ của crack spread. Tuy nhiên, biên LN gộp Q2/26 đã giảm 6 điểm % so với quý trước do mặt bằng giá vốn hàng tồn kho cao hơn nhiều so với thời điểm đầu năm.

LN ròng Q2 tiếp tục tăng mạnh; LN 6T26 vượt kỳ vọng của chúng tôi

Trong Q2/26, chi phí BH&QLDN tăng 21,4% svck lên 460 tỷ đồng, trong khi thu nhập tài chính thuần giảm nhẹ 6,4% svck xuống còn 303 tỷ đồng do khoản lỗ ròng tỷ giá lớn đã lần 4 tăng trưởng lãi gửi (+88% svck). Kết quả, LN ròng Q2/26 tăng khoảng 9 lần svck lên 7.460 tỷ đồng.

Tính chung nửa đầu năm 2026, doanh thu tăng 52,4% svck lên 104,6 nghìn tỷ đồng và LN ròng tăng vọt 12,6 lần svck lên 15.725 tỷ đồng, vượt kỳ vọng của chúng tôi khi hoàn thành 69,3% dự phóng cả năm.

Triển vọng 2026/27: Lợi nhuận tạo đỉnh trong năm 2026

Hình 2: Thay đổi dự phóng KQKD năm 2026-2027

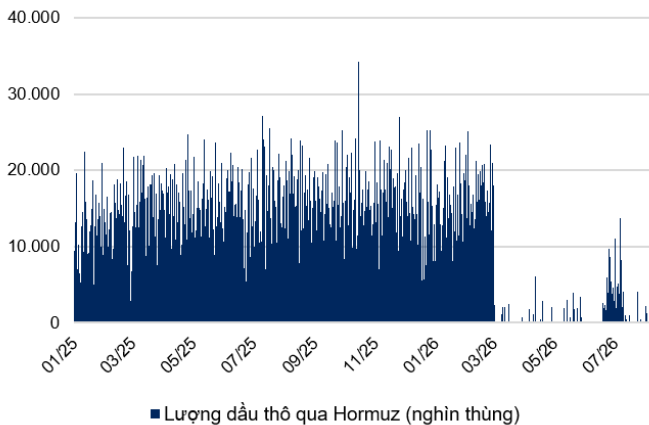
VNDbn	Thực tế	Cũ		Mới		% Δ		Nhận định
	2025	2026	2027	2026	2027	2026	2027	
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	68	78	70	85	70	9,0%	0,0%	Cập nhật dự phóng giá dầu Brent 2026 theo giá định gần nhất của chúng tôi
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	7.907	8.125	8.125	8.125	7.000	0,0%	-13,8%	Giảm dự phóng sản lượng năm 2027 do điều chỉnh lại giá định tiến hành đợt bảo dưỡng định kỳ từ năm 2028 sang cuối năm 2027
Công suất vận hành (%)	122%	125%	125%	125%	108%	0,0 đ %	-17,3 đ %	Nâng mạnh giá định tỷ suất LN lọc dầu để phản ánh việc crack spread các mặt hàng xăng dầu, đặc biệt là diesel và jetA1, tăng vọt kể từ sau khi xung đột Iran nổ ra
Tỷ suất LN lọc dầu - GRM (USD/thùng)	13,3	17,9	14,7	31,2	18,5	74,3%	26,0%	
Doanh thu thuần	141.582	161.891	146.110	205.224	133.993	26,8%	-8,3%	
% svck	15,1%	14,3%	-9,7%	45,0%	-34,7%			
LN gộp	6.114	7.538	6.444	29.552	9.631	292,0%	49,5%	
Biên LN gộp (%)	4,3%	4,7%	4,4%	14,4%	7,2%	9,7 đ %	2,8 đ %	
Chi phí BH&QLDN	1.576	1.739	1.592	2.052	1.608	18,0%	1,0%	
EBIT	4.538	5.800	4.852	27.500	8.023	374,2%	65,3%	
LN / (chi phí) thuần từ HĐTC	1.436	1.344	938	1.286	1.131	-4,3%	20,6%	
LNTT	6.005	7.168	5.809	28.816	9.171	302,0%	57,9%	
LN ròng	5.214	6.447	5.225	25.308	8.046	292,5%	54,0%	
% svck	726%	23,7%	-19,0%	385,4%	-68,2%			

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Xung đột tại Iran đẩy giá nhiên liệu toàn cầu tăng vọt, với tâm điểm là diesel...

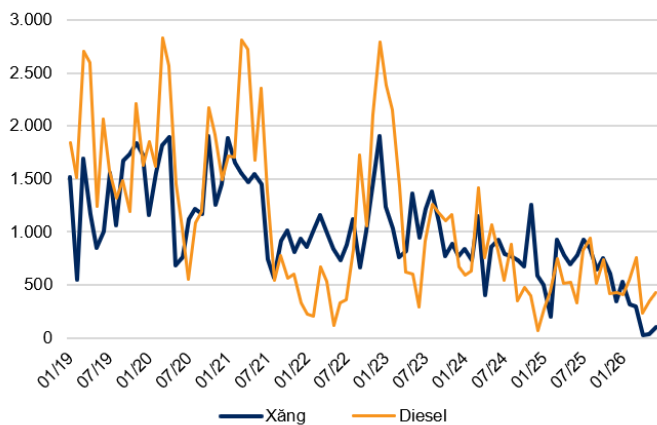
Xung đột Iran và việc đóng cửa eo biển Hormuz không chỉ tác động đến giá dầu thô mà còn làm gián đoạn đáng kể năng lực lọc dầu và chuỗi cung ứng sản phẩm dầu mỏ toàn cầu. Trong bối cảnh công suất lọc dầu khả dụng suy giảm tại Trung Đông và Nga, Trung Quốc và nhiều quốc gia tại châu Á cũng phải cắt giảm mạnh công suất lọc dầu do nguồn cung dầu thô bị hạn chế. Thị trường dầu sản phẩm, đặc biệt là diesel và nhiên liệu bay, vốn vẫn chịu tác động dai dẳng từ xung đột Ukraine, tiếp tục rơi vào trạng thái thiếu cung trầm trọng.

Hình 3: Eo biển Hormuz gần như đóng băng hoàn toàn sau khi xung đột Iran nổ ra



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

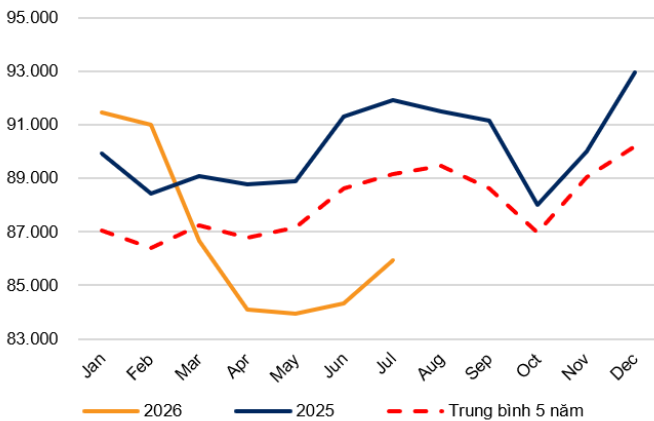
Hình 4: Trung Quốc cắt giảm mạnh xuất khẩu sản phẩm lọc dầu (nhiên liệu) để đảm bảo nguồn cung nội địa (nghìn tấn)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

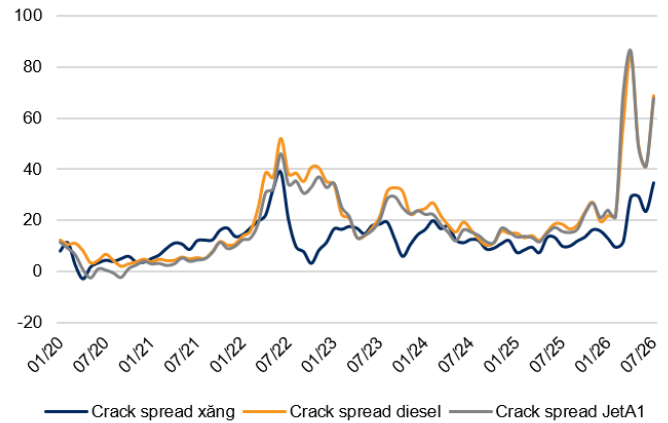
Trong khi thị trường dầu thô có sự biến động mạnh theo sau những diễn biến của quá trình đàm phán, thị trường sản phẩm lọc dầu, đặc biệt là diesel, cho thấy sự thất chặt với biên lợi nhuận lọc dầu duy trì ở mức cao kỷ lục (Hình 6), do lượng tồn kho thấp trong bối cảnh nguồn cung dầu sản phẩm khan hiếm hơn nhiều so với dầu thô. Theo số liệu từ Goldman Sachs, riêng đối với diesel, xuất khẩu toàn cầu trong tháng 7 đã giảm khoảng 35% (tương đương 2,6 triệu thùng/ngày).

Hình 5: Sản lượng lọc dầu đang ở mức thấp hơn nhiều so với trung bình năm 5 năm (thùng/ngày)...



Nguồn: ENERGY ASPECTS, VNDIRECT RESEARCH

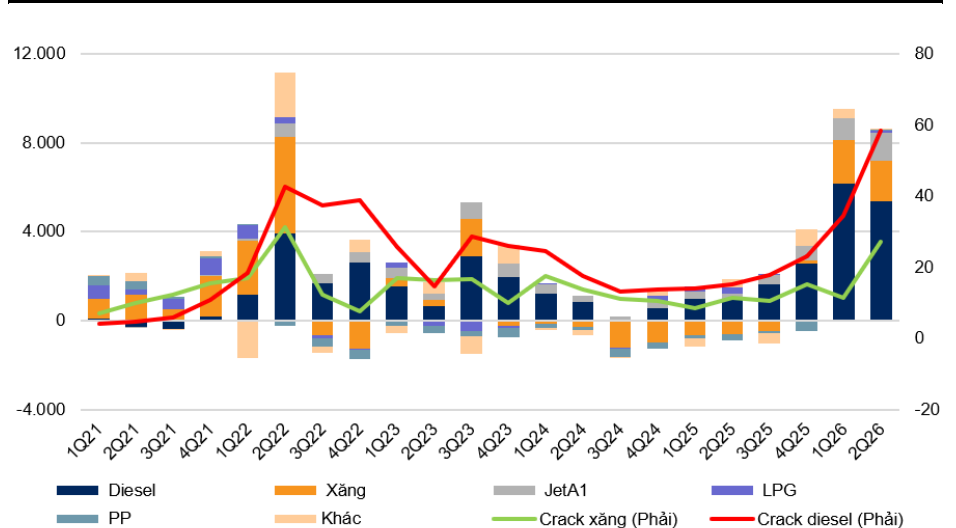
Hình 6: ... khiến crack spread (trung bình tháng) tăng vọt lên mức cao kỷ lục (USD/thùng)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Bên cạnh những tác động tiêu cực do nguồn cung năng lượng bị gián đoạn, biên lọc dầu tăng vọt đang đem lại những khoản lợi nhuận khổng lồ cho các nhà máy lọc dầu vẫn đảm bảo được nguồn nguyên liệu đầu vào như BSR trong nửa đầu năm 2026 với LN ròng tăng vọt 12,6 lần svck lên mức cao kỷ lục hơn 15,7 nghìn tỷ đồng.

Hình 7: Lợi nhuận gộp theo từng sản phẩm (tỷ đồng – Trái) của BSR tăng mạnh theo đà tăng của crack spread (USD/thùng – Phải)



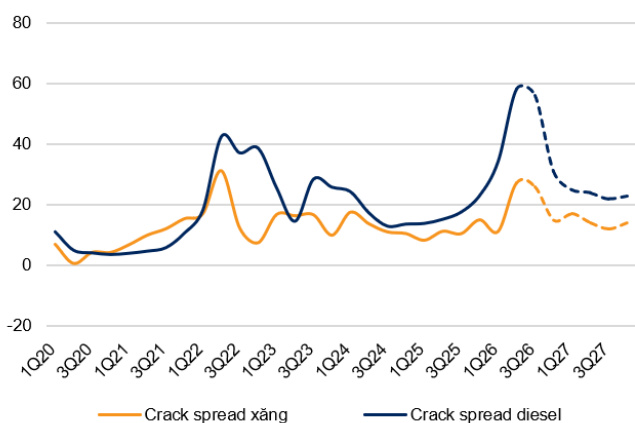
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

... Nhưng chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ hạ nhiệt và có thể tạo áp lực lên LN của BSR trong những quý tới

Thị trường sản phẩm lọc dầu vốn có đặc thù rất nhạy cảm với các rủi ro đứt gãy chuỗi cung ứng và cả ngược lại khi xung đột hạ nhiệt. Với kỳ vọng căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt khi các bên có thể tìm được thỏa thuận trong những tháng tới, việc khôi phục dòng chảy dầu qua Hormuz và công suất lọc dầu dần phục hồi tại Trung Đông cũng như châu Á sẽ nhanh chóng thu hẹp tình trạng thiếu hụt dầu thành phẩm, kéo theo đó là crack spread và GRM trở lại mức bình ổn, nhưng vẫn sẽ cao hơn so với trước chiến tranh.

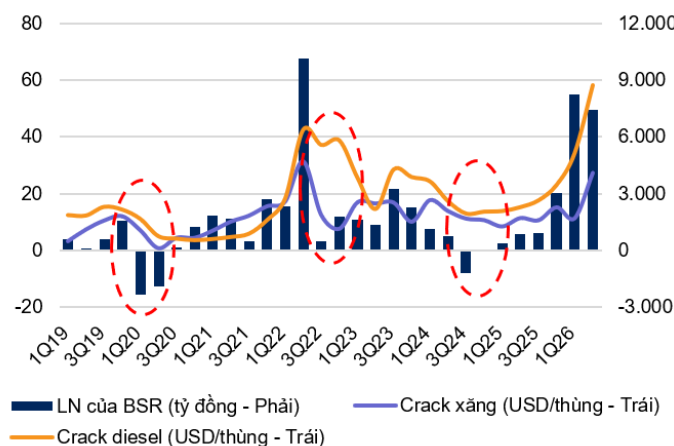
Theo đó, chúng tôi kỳ vọng crack spread xăng và diesel châu Á sẽ tạo đỉnh và giảm dần về cuối năm, đạt mức trung bình lần lượt là 20/45 USD/thùng trong năm 2026, tương đương mức tăng trưởng 75%/155% svck. Sang năm 2027, chúng tôi kỳ vọng crack spread xăng và diesel sẽ tiếp tục giảm về mức trung bình năm là 14/22 USD/thùng khi sản lượng phục hồi.

Hình 8: Chúng tôi kỳ vọng crack spread các sản phẩm lọc dầu sẽ giảm dần về cuối năm khi căng thẳng hạ nhiệt (USD/thùng)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Chúng tôi nhận thấy LN của BSR thường bị tác động mạnh mỗi khi crack spread điều chỉnh từ vùng cao



Nguồn: BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Với đặc thù phải duy trì tồn kho và không sử dụng công cụ hedging, các DN lọc dầu như BSR sẽ chịu áp lực tồn kho giá vốn cao trong trường hợp giá dầu thô và biên lợi nhuận điều chỉnh mạnh. Do đó, khi xét đến lợi nhuận theo quý, chúng tôi cho rằng lợi nhuận có thể đã tạo đỉnh và tăng trưởng sẽ đối mặt với áp lực trong thời gian tới khi giá nhiên liệu hạ nhiệt do mức nền cao đã được thiết lập.

Dự án NCMR bước vào giai đoạn triển khai quan trọng

Dự án nâng cấp và mở rộng (NCMR) nhà máy lọc dầu Dung Quất vừa có bước tiến quan trọng khi BSR đã chính thức ký hợp đồng EPC với Liên danh Chengda – BPE (Trung Quốc) để triển khai dự án từ tháng 7/2026. Về cơ cấu nguồn vốn tài trợ cho dự án, chúng tôi cho rằng với việc BSR ghi nhận KQKD bùng nổ trong năm 2026, công ty có thể điều chỉnh giảm tỷ lệ nợ vay so với kế hoạch vốn hiện tại (40% tổng mức đầu tư) để giảm áp lực tài chính trong tương lai.

Theo đó, chúng tôi đặt giả định cấu trúc vốn cho dự án là 70% VCSH và 30% vốn vay và dự án có thể chính thức đi vào vận hành từ năm 2029, giúp tăng quy mô công suất thêm 17% lên 7,6 triệu tấn mỗi năm (tương đương 171.000 thùng/ngày), đa dạng hóa nguồn nguyên liệu đầu vào và các sản phẩm xăng và dầu diesel sẽ được nâng cấp để đáp ứng tiêu chuẩn khí thải Euro-V.

Trong bối cảnh nhu cầu nhiên liệu tại Việt Nam tiếp tục tăng trưởng trong dài hạn và nguồn cung nội địa vẫn chưa đủ để đáp ứng, chúng tôi tin rằng hiệu suất hoạt động của nhà máy sau NCMR vẫn đạt mức tối đa và đây vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chính của BSR trong tương lai.

Hình 10: Dự án Nâng cấp và mở rộng nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất

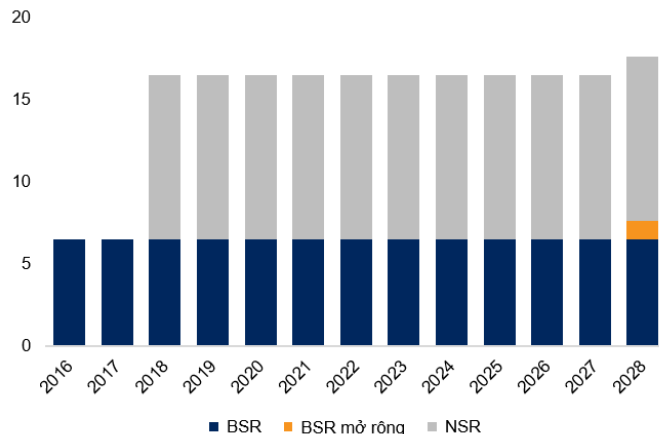
	Nhà máy hiện hữu	Sau khi nâng cấp mở rộng
Vốn đầu tư (triệu USD)		1.489
Công suất thiết kế (thùng/ngày)	148.000	171.000
Nguồn nguyên liệu	Dầu thô ngọt, nhẹ (chủ yếu từ mỏ Bạch Hổ và các mỏ lân cận)	Các loại dầu thô chưa hơn (với hàm lượng lưu huỳnh trong ~0,12-0,34% khối lượng)
Sản phẩm	Chủ yếu là các sản phẩm lọc dầu (gồm xăng, dầu diesel, dầu FO và LPG)	Gia tăng tỷ trọng sản phẩm hóa dầu và các sản phẩm lọc dầu có giá trị cao như LPG, JetA1
Chất lượng sản phẩm	EURO II, EURO III	EURO V
Cơ cấu vốn (*)		60% VCSH và 40% vốn vay
Thời gian triển khai (*)		2026 - 2028

- Tiến độ triển khai thực tế
- Tháng 5/2025: Nhận FEED điều chỉnh.
 - Tháng 7/2025: Phê duyệt FEED và Capex;
 - Tháng 9/2025: Phát hành hồ sơ mời thầu EPC.
 - Tháng 2/2026: Triển khai gói thầu san lấp mặt bằng.
 - Tháng 7/2026: Ký kết hợp đồng EPC

(*) theo kế hoạch của công ty

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Dự án NCMR sẽ giúp tăng công suất lọc dầu tại Việt Nam lần đầu tiên sau 10 năm (triệu tấn)



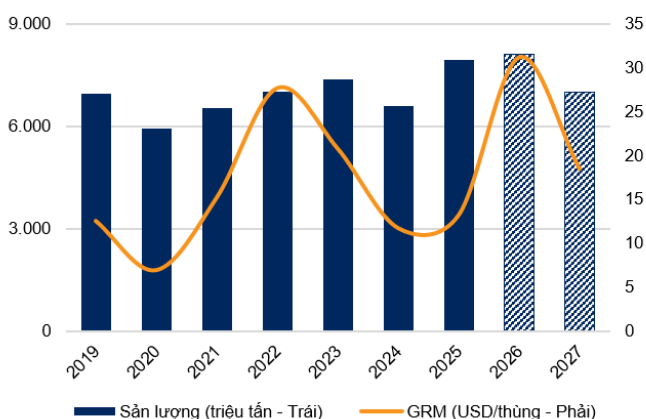
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận sẽ tạo đỉnh trong năm 2026

Hưởng lợi từ đà tăng đột biến của biên lọc dầu và công suất vận hành tăng lên mức kỷ lục là 125% trong năm 2026 (+3,2 điểm % svck), chúng tôi dự báo BSR sẽ ghi nhận mức lợi nhuận ròng kỷ lục là 25.300 tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng 3,9 lần svck.

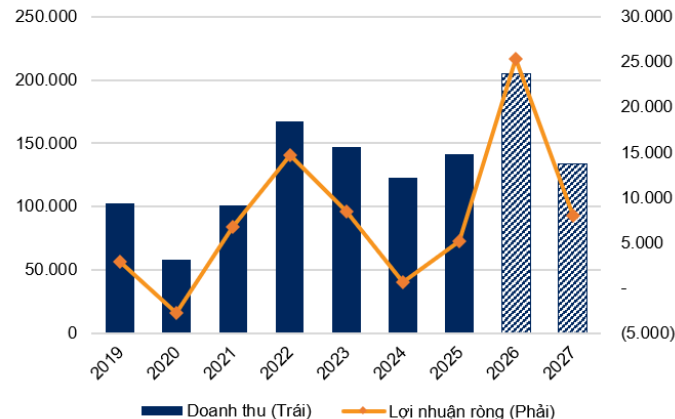
Tuy nhiên, với giả định xung đột Iran sẽ hạ nhiệt trong cuối năm 2026, chúng tôi cho rằng áp lực lên tăng trưởng LN của BSR cũng sẽ xuất hiện từ cuối năm 2026 và LN nhiều khả năng đã tạo đỉnh trong 6T26. Sang 2027, chúng tôi dự báo LN ròng sẽ điều chỉnh mạnh 68% svck do: 1) giá dầu giảm (-17% svck) và biên lọc dầu GRM hạ nhiệt (-40,7% svck), và 3) công suất vận hành giảm 17 điểm % svck do BSR nhiều khả năng sẽ tiến hành đợt bảo dưỡng định kỳ (TA6) trong cuối năm 2027. Tuy nhiên, đây vẫn là mức lợi nhuận tích cực khi so với giai đoạn 2024-25.

Hình 12: Dự phóng sản lượng và GRM của BSR trong 2026-27



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Dự phóng doanh thu và LN ròng trong 2026-27 (tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu cao hơn là 26.200 đ/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 26.200 đồng/cp, tương ứng tăng 57% so với báo cáo cập nhật gần nhất vào cuối năm 2025. Giá mục tiêu của chúng tôi được xây dựng dựa trên tỷ trọng tương đương hai phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA mục tiêu là 4,8 lần (dựa trên trung vị ngành).

Mức giá mục tiêu cao hơn đến từ việc: (1) Nâng mạnh dự phóng EPS năm 2026/27 thêm 385,4%/54% để phản ánh mặt bằng giá dầu và biên lợi nhuận cao hơn do xung đột Iran; và (2) chuyển mô hình định giá sang giữa năm 2026.

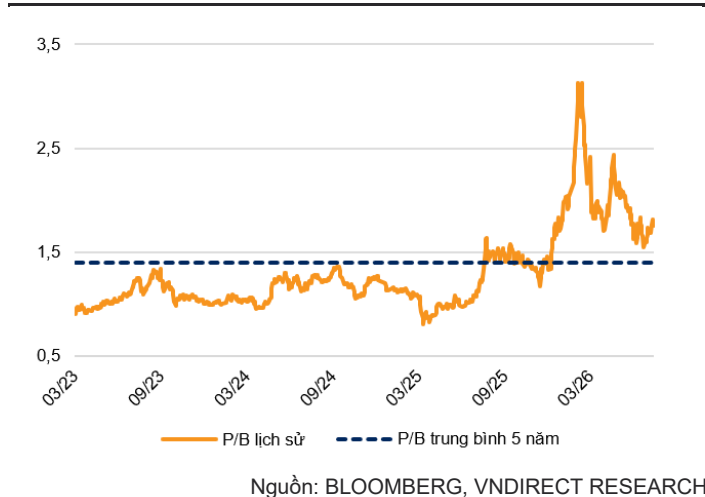
Giá cổ phiếu BSR đã tăng gần 60% trong năm nay và hơn 80% trong 1 năm qua, kéo mức định giá P/B lên 1,7x, cao hơn nhiều so với P/B trung bình 5 năm là 1,4x. Chúng tôi nhận thấy rằng đây định giá đã ở mức hợp lý và phản ánh kết quả lợi nhuận tích cực trong năm nay trong bối cảnh chúng tôi kỳ vọng LN đã tạo đỉnh và sẽ đi xuống khi giá nhiên liệu hạ nhiệt. Do đó, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **Trung Lập** đối với BSR.

Hình 14: Giá mục tiêu

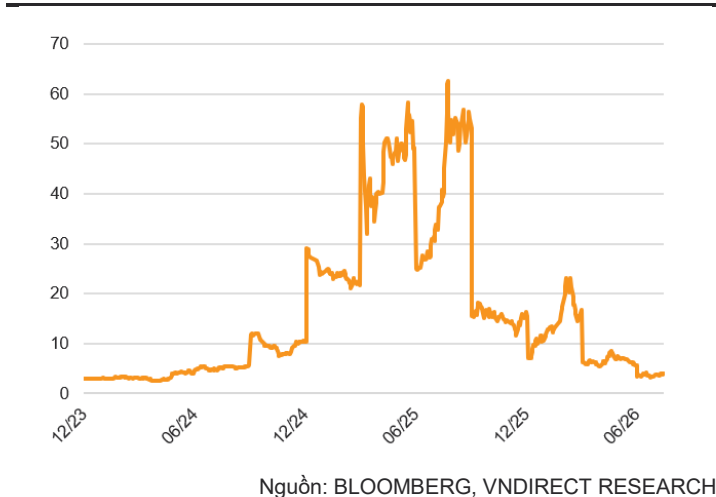
Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
DCF	25.055	50%	12.528
EV/EBITDA	27.295	50%	13.647
Giá mục tiêu			26.175
Giá mục tiêu (làm tròn)			26.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: P/B lịch sử của BSR



Hình 16: EV/EBITDA lịch sử của BSR



Hình 17: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	4,3%
Beta	0,8
Phần bù rủi ro thị trường	9,2%
Chi phí VCSH	11,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: WACC và tăng trưởng dài hạn

WACC và Tăng trưởng dài hạn	
VCSH	70%
Nợ	30%
Chi phí nợ	6,0%
Mức thuế	10,0%
WACC	9,8%
Tăng trưởng dài hạn	1,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2H26	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
LN ròng	9.583	8.046	7.359	6.986	4.819	4.674	5.015	4.718	6.284	6.410
+ Chi phí khấu hao	929	2.004	2.004	3.824	3.824	3.824	1.820	1.820	1.820	1.820
% doanh thu	0,9%	1,5%	1,3%	2,5%	2,9%	2,5%	1,2%	1,4%	1,2%	1,2%
- CapEx	(5.074)	(11.968)	(12.126)	(3.717)	(265)	(303)	(303)	(266)	(304)	(304)
% doanh thu	-5,0%	-8,9%	-7,9%	-2,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
+ Thay đổi vốn lưu động	9.261	1.784	(1.970)	2.505	581	(1.428)	12	1.449	(1.429)	8
% doanh thu	9,2%	1,3%	-1,3%	1,6%	0,4%	-0,9%	0,0%	1,1%	-0,9%	0,0%
Chi phí lãi vay sau thuế	211	312	387	491	502	449	396	344	291	238
% doanh thu	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Dòng tiền tự do (UFCF)	14.910	179	(4.346)	10.089	9.460	7.216	6.940	8.064	6.662	8.171

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Rủi ro tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Rủi ro tăng giá đến từ giá dầu tăng cao hơn kỳ vọng, biên lọc dầu tiếp tục neo cao hơn kỳ vọng và những chuyển biến thực chất trong quá trình thoái vốn của PetroVietnam tại BSR.
- Rủi ro giảm giá bao gồm giá dầu giảm sâu và biên lọc dầu thấp hơn kỳ vọng.

Hình 20: So sánh các doanh nghiệp trong lĩnh vực lọc hóa dầu

Công ty	Mã CK	Thị giá	Vốn hóa	P/E (lần)	EV/EBITDA (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)		
		Nội tệ	tr.USD	TTM	2026	TTM	2026	Hiện tại	2026	TTM	2026	TTM	2026
Thai Oil	TOP TB	66,3	4.470	4,6	4,3	4,8	4,7	0,7	0,7	16,6%	17,8%	7,7%	7,8%
IRPC	IRPC TB	2,4	1.494	4,6	3,6	4,8	3,2	0,6	0,6	14,8%	17,4%	5,5%	6,7%
Star Petroleum Refining	SPRC TB	11,4	1.493	2,9	3,2	4,0	3,1	1,1	1,0	21,3%	30,3%	12,8%	20,3%
PTT Global Chemical	PTTGC TB	38,3	5.210	24,6	8,5	8,0	5,6	0,6	0,6	2,5%	6,0%	1,1%	3,2%
GS Holdings Corp	078930 KS	116.600	7.672	4,7	4,7	4,1	4,1	0,7	0,7	15,1%	13,8%	6,4%	5,9%
S-Oil Corp	010950 KS	147.000	11.722	10,8	6,1	6,6	4,3	1,6	1,5	16,5%	26,9%	5,6%	9,8%
Hindustan Petroleum	HPCL IN	374	8.313	4,4	85,0	4,0	17,7	1,2	1,2	30,9%	-1,2%	9,1%	1,7%
Trung bình				8,1	16,5	5,2	6,1	0,9	0,9	16,8%	15,9%	6,9%	7,9%
Trung vị				4,6	4,7	4,8	4,3	0,7	0,7	16,5%	17,4%	6,4%	6,7%
Lọc hóa dầu Bình Sơn	BSR VN	25.350	4.856	6,4	15,8	3,7	8,6	1,7	1,5	30,1%	9,5%	20,8%	7,2%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu ngày 14/8/2026)

Phụ lục 1: BSR sở hữu NMLD đầu tiên tại Việt Nam, đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp nhiên liệu cho đất nước

Công ty Cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) sở hữu NMLD Dung Quất – NMLD đầu tiên của Việt Nam, được khởi công xây dựng năm 2005 với tổng vốn đầu tư 3 tỷ USD, bắt đầu vận hành thương mại từ năm 2011. Nhà máy có công suất 6,5 triệu tấn dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh thấp mỗi năm (tương đương 148.000 thùng/ngày). Trên thực tế BSR vẫn duy trì công suất vận hành cao trên 100% trong nhiều năm, đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp các sản phẩm nhiên liệu cho đất nước. Hiện BSR đang tiếp tục triển khai dự án NCMR nhà máy lọc dầu Dung Quất, giúp nâng công suất nhà máy lên 7,6 triệu tấn/năm và dự kiến đi vào hoạt động từ năm 2028-29.

Hình 21: BSR nằm ở phân khúc hạ nguồn trong chuỗi giá trị Dầu khí

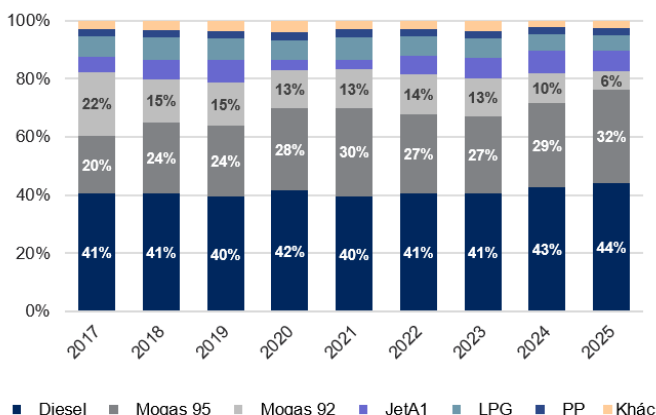


Source: RobecoSAM

Nguồn: RobecoSAM

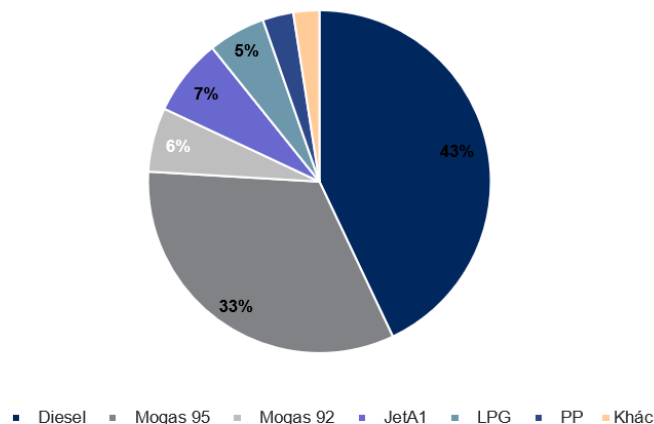
Hiện nay, sản lượng của BSR chủ yếu là các sản phẩm lọc dầu (bao gồm xăng, dầu diesel, dầu FO và LPG), chiếm 96-97% tổng sản lượng sản xuất và đóng góp khoảng 95% tổng doanh thu của BSR. Trong đó, Diesel, xăng Mogas 95 và xăng Mogas 92 là 3 sản phẩm chính của BSR, ước tính đáp ứng ~30% tổng nhu cầu trong nước.

Hình 22: Cơ cấu tỷ trọng sản lượng của BSR qua các năm



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Tỷ trọng doanh thu theo sản phẩm năm 2025



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục 2: Chỉ tiêu tài chính

Báo cáo KQ HĐKD							
(Tỷ đồng)	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>	<u>2027</u>
Doanh thu thuần	101.080	167.124	147.423	123.027	141.582	205.224	133.993
Giá vốn hàng bán	(93.381)	(151.027)	(137.815)	(122.536)	(135.468)	(175.671)	(124.363)
Lợi nhuận gộp	7.699	16.096	9.608	491	6.114	29.552	9.631
Chi phí QLDN	(407)	(515)	(626)	(561)	(751)	(1.026)	(804)
Chi phí bán hàng	(781)	(909)	(1.034)	(652)	(824)	(1.026)	(804)
LN hoạt động	6.511	14.673	7.948	(722)	4.538	27.500	8.023
EBITDA thuần	8.822	16.865	10.217	1.498	6.740	29.504	10.026
Chi phí khấu hao	(2.311)	(2.192)	(2.269)	(2.221)	(2.202)	(2.004)	(2.004)
LN HĐ trước thuế và lãi vay	6.511	14.673	7.948	(722)	4.538	27.500	8.023
Thu nhập tài chính	1.015	1.750	2.658	2.230	1.917	2.389	2.018
Chi phí tài chính	(619)	(923)	(1.154)	(800)	(481)	(1.103)	(887)
Thu nhập ròng khác	34	86	32	28	30	31	18
Thu nhập từ công ty LDLK	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	6.941	15.586	9.484	736	6.005	28.816	9.171
Chi phí thuế	(303)	(890)	(1.011)	(135)	(788)	(3.458)	(1.101)
Lợi nhuận ròng	6.716	14.726	8.510	631	5.214	25.308	8.046
LN ròng sau điều chỉnh	6.716	14.726	8.510	631	5.214	25.308	8.046

Bảng cân đối kế toán							
(Tỷ đồng)	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>	<u>2027</u>
Tiền & Tương đương tiền	16.346	22.853	17.001	28.995	7.626	22.173	23.057
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4.190	2.172	21.122	14.022	36.136	41.556	37.401
Các khoản phải thu ngắn hạn	13.601	16.553	14.999	12.457	13.539	15.181	11.013
Hàng tồn kho	10.358	16.809	15.352	15.891	12.667	14.439	12.947
Tài sản ngắn hạn khác	50	84	73	150	273	396	259
Tổng tài sản ngắn hạn	44.544	58.471	68.546	71.516	70.241	93.745	84.677
Tài sản cố định	20.136	18.075	16.059	13.216	11.292	14.663	24.628
Tổng đầu tư	10	10	10	10	9	9	9
Tài sản dài hạn khác	2.105	1.931	1.839	3.646	3.600	3.323	3.048
Tổng tài sản	66.796	78.488	86.453	88.387	85.143	111.741	112.362
Nợ vay ngắn hạn	9.829	8.954	10.970	15.857	10.504	11.555	9.926
Phải trả người bán	9.450	14.836	14.617	14.473	11.343	14.056	11.013
Phải trả ngắn hạn khác	7.661	2.225	2.851	1.654	1.926	2.792	1.823
Tổng nợ ngắn hạn	26.940	26.015	28.439	31.984	23.774	28.403	22.763
Nợ vay dài hạn	943	0	0	0	0	0	2.184
Phải trả dài hạn khác	1.349	1.282	884	865	856	882	909
Vốn điều lệ	31.005	31.005	31.005	31.005	50.073	50.073	50.073
Lợi nhuận giữ lại	6.562	14.652	16.202	11.826	7.414	26.249	30.190
Vốn chủ sở hữu	37.564	51.190	57.131	55.538	60.513	82.455	86.507
Lợi ích cổ đông thiểu số	(6)	(65)	(124)	32	32	146	256
Tổng nợ và VCSH	66.796	78.488	86.453	88.387	85.143	111.741	112.362

Báo cáo LCTT

(Tỷ đồng)	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>	<u>2027</u>
Lợi nhuận trước thuế	6.941	15.586	9.486	736	6.005	28.816	9.171
Khấu hao	2.311	2.192	2.269	2.221	2.202	2.004	2.004
Thuế đã nộp	(193)	(918)	(887)	(523)	(390)	(3.458)	(1.101)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	884	(8.454)	3.792	(234)	(766)	43	1.784
LC tiền thuần từ HĐKD	8.972	7.088	11.672	(80)	5.127	24.565	9.332
Đầu tư TSCĐ	(63)	(220)	(230)	(521)	(857)	(5.375)	(11.968)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	1	2	1	0	0
Các khoản khác	(2.715)	2.915	(17.646)	8.509	(20.806)	(4.191)	5.468
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0
LC tiền thuần từ HĐĐT	(2.779)	2.695	(17.874)	7.990	(21.662)	(9.566)	(6.500)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0	0	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(2.138)	(1.918)	1.989	6.013	(5.352)	1.050	556
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(502)	(1.347)	(2.164)	(2.180)	(2)	(1.502)	(2.504)
LC tiền thuần từ HĐTC	(2.640)	(3.265)	(175)	3.833	(5.354)	(452)	(1.948)
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	12.793	16.346	22.853	17.001	28.995	7.626	22.173
LC tiền thuần trong kỳ	3.553	6.518	(6.377)	11.742	(21.890)	14.547	884
Tiền & Tương đương tiền cuối kỳ	16.346	22.853	17.001	28.995	7.626	22.173	23.057

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EPS (VND)	2.166	4.750	2.745	204	1.041	5.054	1.607
P/E	9,7	2,6	6,5	110,8	15,3	5,2	16,5
PEG 1 năm	8,2	(6,1)	(7,0)	26,9	4,0	(7,7)	(193,0)
EV/EBIT	8,6	1,5	3,6	(59,2)	10,2	2,9	10,5
EV/EBITDA	6,3	1,3	2,8	28,5	6,9	2,7	8,4
P/S	0,6	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	1,0
P/B	1,7	0,7	1,0	1,3	1,3	1,6	1,5
Tỷ suất cổ tức	0,8%	3,5%	3,9%	3,1%	0,0%	1,1%	1,9%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	20,1%	14,7%	25,6%	0,3%	28,8%	9,9%	31,1%
Chỉ số tăng trưởng	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng DT	74,4%	65,3%	-11,8%	-16,5%	15,1%	45,0%	-34,7%
Tăng trưởng LN gộp	-446,0%	109,1%	-40,3%	-94,9%	1145,0%	383,4%	-67,4%
Tăng trưởng LN ròng	-338,2%	119,3%	-42,2%	-92,6%	726,1%	385,4%	-68,2%
Tăng trưởng EPS	-338,2%	119,3%	-42,2%	-92,6%	411,5%	385,4%	-68,2%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Biên LN gộp	7,6%	9,6%	6,5%	0,4%	4,3%	14,4%	7,2%
Biên EBITDA	8,7%	10,1%	6,9%	1,2%	4,8%	14,4%	7,5%
Biên LN hoạt động	6,8%	9,3%	6,4%	0,6%	4,2%	14,0%	6,8%
Biên LN ròng	6,6%	8,8%	5,8%	0,5%	3,7%	12,3%	6,0%
ROAA	10,9%	20,3%	10,3%	0,7%	6,0%	25,7%	7,2%
ROAE	19,6%	33,2%	15,7%	1,1%	9,0%	35,4%	9,5%
Chỉ số đòn bẩy	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	16,0	58,0	27,6	(2,8)	16,6	83,1	22,6
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	18,8	35,7	19,8	1,9	6,0	5,2	0,8
Nợ vay / Vốn	22,3%	14,9%	16,1%	22,2%	14,8%	12,3%	12,3%
Nợ vay / VCSH	28,7%	17,5%	19,2%	28,6%	17,4%	14,0%	14,0%
Nợ vay ròng / VCSH	-26,0%	-31,4%	-47,5%	-48,9%	-55,0%	-63,3%	-55,9%
Chỉ số thanh khoản	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Vòng quay tổng tài sản	1,6	2,3	1,8	1,4	1,6	2,1	1,2
Vòng quay khoản phải thu	9,4	11,1	9,3	9,0	10,9	14,3	10,2
Số ngày phải thu	39	33	39	41	34	26	36
Vòng quay khoản phải trả	11,6	13,0	9,3	8,5	10,2	14,0	9,8
Số ngày phải trả	31	28	39	43	36	26	37
Vòng quay hàng tồn kho	10,0	11,1	8,6	7,8	9,5	13,0	9,1
Số ngày tồn kho	37	33	43	47	38	28	40
Hệ số thanh toán hiện hành	1,7	2,2	2,4	2,2	3,0	3,3	3,7
Hệ số thanh toán nhanh	1,3	1,6	1,9	1,7	2,4	2,8	3,1

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT. Người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng Năng lượng và Hóa chất

Email: hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Phường Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>