

# CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR)

PHTT -9,2%

<b>Ngành</b>	Hóa dầu
<b>Ngày báo cáo</b>	18/03/2026
Giá hiện tại	30.500 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>27.000 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	12.400 VND
TL tăng	-11,5%
Lợi suất cổ tức	2,3%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>-9,2%</b>
GT vốn hóa	USD6,2bn
Room KN	USD2,9bn
GTGD/ngày (30n)	USD32,4mn
Cổ phần Nhà nước	92%
SL cổ phiếu lưu hành	5.007 mn
Pha loãng	5.007 mn

	BSR	Peers*	VNI
P/E (trượt)	29,4x	11,6x	15,2x
P/B (ht)	2,5x	1,1x	2,0x
ROE	8,9%	2,5%	14,4%
ROA	6,0%	1,2%	2,1%

\* CT cùng ngành trong khu vực  
 \*\* Điều chỉnh theo mức cổ tức cổ phiếu 61,5%

### Company Overview

BSR được thành lập năm 2008, CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn là đơn vị điều hành Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam. Nhà máy đi vào hoạt động năm 2009, công suất 6.5 triệu tấn/năm và đáp ứng 1/3 nhu cầu trong nước.

### Diễn biến giá cổ phiếu



**Dương Tấn Phước**  
 Chuyên viên

**Đình Thị Thùy Dương**  
 Phó giám đốc

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	141.578	158.724	136.645	143.785
Doanh thu % YoY	15%	12%	-14%	5%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	5.186	16.355	8.709	7.593
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	722%	215%	-47%	-13%
EPS % YoY	721,7%	215,4%	-46,7%	-12,8%
Biên LN gộp	4,3%	11,7%	7,2%	6,1%
Biên LN ròng	3,7%	10,3%	6,4%	5,3%
ROE	8,9%	24,1%	11,2%	9,2%
Nợ vay ròng/CSH	-55,0%	-52,9%	-43,6%	-36,0%
Lợi suất cổ tức	1,0%	2,3%	2,3%	6,6%
DPS (VND)	300	700	700	2.000
P/E	29,4x	9,3x	17,5x	20,1x
P/B	2,5x	2,0x	1,9x	1,8x
EV/EBITDA	17,9x	5,8x	10,0x	10,6x

## Lợi nhuận dự kiến sẽ tăng mạnh nhưng định giá có vẻ đã đạt mức hợp lý

- Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi điều chỉnh tăng 118% giá mục tiêu lên mức 27.000 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ BÁN lên PHỤ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR). Mức giá mục tiêu cao hơn phản ánh mức điều chỉnh tăng 119% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–2030 của chúng tôi (với các thay đổi lần lượt là +317%/+108%/+84%/+73%/+68% cho từng năm trong giai đoạn dự báo), cùng với tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026.
- Trong kịch bản cơ sở, mức tăng đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của chúng tôi được thúc đẩy bởi (1) mức tăng khoảng 50% đối với dự báo crack spread trung bình giai đoạn 2026-2030 của chúng tôi, và (2) sự dịch chuyển trong cơ cấu sản phẩm của công ty sang các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn. Điều này bù đắp cho tác động từ việc (3) chúng tôi giảm 9% dự báo sản lượng thương phẩm năm 2027 do việc dời đợt bảo dưỡng tổng thể lần thứ 6 của công ty sang năm 2027 (so với giả định trước đây là năm 2028) và (4) dự án nâng cấp và mở rộng đến cuối quý 1/2029 (so với giả định trước đây là cuối năm 2028).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo theo kịch bản cơ sở năm 2026 sẽ tăng gấp 3 lần, chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng 60% YoY của crack spread trung bình. LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 dự kiến sẽ tương đương khoảng 111% mức năm 2022, chủ yếu do sản lượng tăng 13% so với năm 2022 và hàng tồn kho cuối năm 2025 cao hơn 22% so với cuối năm 2021.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của BSR sẽ được hưởng lợi từ dự án nâng cấp & mở rộng trong năm 2029, qua đó thúc đẩy sản lượng tăng thêm 15%.
- Định giá của BSR hiện có vẻ hợp lý, với EV/EBITDA dự phóng các năm 2026/27 đạt trung bình ở mức 7,9x (cao hơn khoảng 5% so với trung bình 10 năm của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực).
- Yếu tố hỗ trợ:** Nhà nước giảm tỷ lệ sở hữu vốn trong dài hạn để tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng đạt mức 10%.
- Rủi ro:** Biến động bất lợi của giá dầu gây áp lực lên crack spread và/hoặc dẫn đến việc phải trích lập dự phòng hàng tồn kho.

**Khoảng cách cung-cầu dự kiến sẽ được nới rộng trở lại, qua đó thúc đẩy crack spread tăng mạnh trong năm 2026:** Theo Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA), mức thâm hụt sản phẩm lọc dầu toàn cầu đã nới rộng lên 2,7 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (so với 2,2 triệu thùng/ngày trong năm 2025). Mức thâm hụt này tương đương khoảng 85% mức thiếu hụt 3,2 triệu thùng/ngày ghi nhận trong năm 2022, từ đó cho thấy crack spread có thể tăng mạnh đáng kể. Nguyên nhân của mức thâm hụt lớn hơn này chủ yếu đến từ các gián đoạn tại Eo biển Hormuz, bao gồm việc đóng cửa các nhà máy lọc dầu và tình trạng tắc nghẽn tuyến đường vận chuyển quan trọng. Theo IEA, mức công suất lọc dầu hơn 3 triệu thùng/ngày (tương đương khoảng 3,6% công suất toàn cầu)

tại Vịnh Ba Tư đã phải dừng hoạt động do các cuộc tấn công và sự tắc nghẽn của các tuyến xuất khẩu. Quan trọng hơn, khác với chu kỳ năm 2022, đợt gián đoạn hiện tại là một cú sốc trực tiếp hơn và tập trung hơn đối với khu vực châu Á, từ đó khiến cho nguồn cung sản phẩm trong khu vực trở nên thắt chặt hơn và crack spread tại châu Á có khả năng sẽ tăng vượt các mức tiêu chuẩn toàn cầu. Trong quý 1/2026, mức crack spread trung bình của xăng/diesel/Jet A1 đã tăng lần lượt 34%/83%/119% YoY, tương đương khoảng 105% mức trung bình của năm 2022.

**Trong kịch bản tích cực, chúng tôi ước tính giá mục tiêu của BSR sẽ ở mức 33.200 đồng/cổ phiếu (tương ứng với khuyến nghị KHẢ QUAN).** Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026–2030 của chúng tôi thêm 169% so với dự báo trước đó (lần lượt tương ứng với các mức tăng +360%/+188%/+130%/+117%/+108% cho các năm trong giai đoạn dự báo), nhằm phản ánh kịch bản gián đoạn kéo dài hơn, qua đó thúc đẩy crack spread tăng cao hơn. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo năm 2026 sẽ đạt 18,1 nghìn tỷ đồng (gấp 3,5 lần YoY; +11% so với kịch bản cơ sở), do tác động tích cực từ mức crack spread lớn hơn sẽ bù đắp cho mức giảm 17% YoY của sản lượng thương phẩm, với giả định rằng hiệu suất hoạt động sẽ giảm xuống mức 100%, do khả năng phát sinh tình trạng thiếu hụt nguồn cung dầu thô đầu vào.

## Triển vọng năm 2026: NPAT-MI to triple on crack spread surge (Kịch bản cơ sở)

Hình 1: Dự báo năm 2026 (1) (kịch bản cơ sở)

	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Giải thích (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo trước đây
<b>SẢN LƯỢNG SẢN XUẤT ('000 TẤN)</b>	7.907	7.903	0%	1,7%	(a) Chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động sẽ đi ngang ở mức 120%. (b) Dựa theo KQKD cao hơn kỳ vọng trong năm 2025.
<b>Sản lượng ('000 tấn)</b>	7.907	7.903	0%	1,7%	
Khí hóa lỏng	501	435	-13%	-6,6%	
Xăng A92 & E5	531	474	-11%	-34,0%	
Xăng A95	2.464	2.442	-1%	-4,4%	
Phản lực A1	559	609	9%	-10,4%	
Diesel (DO)	3.449	3.612	5%	22,0%	
Dầu nhiên liệu (FO)	143	158	10%	-20,2%	
Poly propylene (PP)	185	166	-10%	-14,5%	
Khác	4	4	0%	34,7%	
<b>GIÁ ĐẦU VÀO (USD/thùng)</b>					(a & b) Chúng tôi điều chỉnh tăng giá định giá dầu Brent như đã nêu trong <a href="#">Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng</a> ngày 09/03/2026 của chúng tôi.
Dầu Brent (USD/thùng)	68	70	3%	7,7%	
Giá dầu thô gia quyền của BSR (USD/thùng)	75	77	3%	6,9%	
<b>GIÁ ĐẦU RA CỦA BSR (USD/thùng)</b>					
Khí hóa lỏng (USD/tấn)	579	632	9%	6,2%	
Xăng A92 & E5	76	87	15%	13,3%	
Xăng A95	85	91	6%	15,5%	
Nhiên liệu phản lực A1	90	98	9%	19,8%	
Dầu diesel (DO)	88	98	11%	22,8%	
Dầu nhiên liệu (FO) (USD/tấn)	445	452	1%	8,7%	
Poly propylene (PP) (USD/tấn)	842	842	0%	-12,5%	
<b>CRACK SPREAD CỦA BSR (USD/thùng)</b>					(a & b) Phản ánh thị trường lọc dầu khả quan hơn kỳ vọng trong bối cảnh gián đoạn nguồn cung tại Eo biển Hormuz làm thắt chặt nguồn cung sản phẩm, đặc biệt tại châu Á. Các giả định về crack spread xăng năm 2026 tương đương khoảng 80% mức trung bình của năm 2022, trong khi các giả định về crack spread dầu diesel và nhiên liệu phản lực A1 năm 2026 tương đương khoảng 90% mức trung bình năm 2022.
Xăng A92 & E5	1,4	10,0	611,0%	108,8%	
Xăng A95	10,9	13,6	25,1%	110,1%	
Nhiên liệu phản lực A1	15,2	20,9	37,4%	114,8%	
Dầu diesel (DO)	13,4	20,9	56,2%	171,6%	

Nguồn: BSR, Vietcap ước tính

Hình 2: Dự báo năm 2026 (2) (Kịch bản cơ sở)

	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Giải thích (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo trước đây
<b>Doanh thu</b>	<b>141.579</b>	<b>158.724</b>	<b>12%</b>	<b>22,7%</b>	(a & b) Được thúc đẩy bởi mức crack spread cao hơn và giá dầu Brent cao hơn.
Khí hóa lỏng	7.648	7.376	-4%	2,3%	
Xăng A92 & E5	9.174	9.581	4%	-22,9%	
Xăng A95	46.704	50.079	7%	13,8%	
Kerosene/JET A1	10.684	12.937	21%	10,6%	
Dầu diesel (DO)	60.819	72.348	19%	54,5%	
Dầu nhiên liệu (FO)	1.681	1.917	14%	-10,6%	
Poly propylene (PP)	4.111	3.754	-9%	-22,9%	
Khác	758	732	-3%	400,8%	(b) Dựa theo KQKD năm 2025.
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>-135.530</b>	<b>-140.216</b>	<b>3%</b>	<b>12,3%</b>	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6.049</b>	<b>18.508</b>	<b>206%</b>	<b>319,4%</b>	(a) Mức tăng trưởng mạnh chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng 25-56% của crack spread. (b) Do chúng tôi điều chỉnh tăng giá định crack spread. Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh giá định về cơ cấu sản phẩm, trong đó tỷ trọng RON92 giảm xuống 6% (so với 9% trước đây) và tỷ trọng diesel tăng lên 46% (so với 38% trước đây). Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp năm 2026 sẽ tương đương khoảng 115% kết quả năm 2022.
Chi phí bán hàng và marketing	-823	-952	16%	22,7%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp (GA)	-742	-794	7%	22,7%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>4.484</b>	<b>16.762</b>	<b>274%</b>	<b>460,4%</b>	
Thu nhập tài chính	1.913	1.837	-4%	3,5%	
Chi phí tài chính	-481	-415	-14%	0,2%	
<b>LNTT</b>	<b>5.947</b>	<b>18.184</b>	<b>206%</b>	<b>317,9%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>5.186</b>	<b>16.355</b>	<b>215%</b>	<b>316,6%</b>	(a) Đà tăng trưởng mạnh chủ yếu được thúc đẩy bởi mức crack spread cao hơn. Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 của chúng tôi tương đương khoảng 111% kết quả năm 2022, chủ yếu do mức tăng 13% của sản lượng so với năm 2022 và mức tăng 22% của hàng tồn kho cuối năm 2025 so với cuối năm 2021. (b) Phản ánh mức tăng 126% đối với giá định crack spread trung bình của chúng tôi.
			<b>Thay đổi điểm %</b>		
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>4,9%</b>	<b>13,1%</b>	<b>+8,2</b>		
Chi phí SG&A/Doanh thu	1,1%	1,1%	-0,0		
<b>Biên lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>3,2%</b>	<b>10,6%</b>	<b>+7,4</b>		
<b>Biên LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>3,7%</b>	<b>10,3%</b>	<b>+6,6</b>		

Nguồn: BSR, Vietcap

## Những thay đổi trong dự báo dài hạn (kịch bản cơ sở)

Chúng tôi điều chỉnh tăng 119% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030. Điều này chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) việc nâng giá định crack spread lên thêm khoảng 50% (mức tăng tương ứng 126%/66%/19%/19%/19% trong các năm 2026/27/28/29/30), cùng với (2) sự dịch chuyển trong cơ cấu sản phẩm sang các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn. Các yếu tố này góp phần bù đắp cho tác động của mức giảm 9% đối với dự báo sản lượng thương phẩm năm 2027 do đợt bảo dưỡng tổng thể lần thứ 6 của công ty đã được dời sang năm 2027 (so với giá định trước đây là 2028) và dự án nâng cấp được dời sang cuối quý 1/2029 (so với giá định trước đây là cuối năm 2028).

- Chúng tôi điều chỉnh tăng giá định crack spread để phản ánh thị trường lọc dầu khả quan hơn dự kiến, do khoảng cách cung - cầu sản phẩm lọc dầu toàn cầu nói rộng trong bối cảnh gián đoạn nguồn cung tại Eo biển Hormuz, khiến nguồn cung sản phẩm thắt chặt hơn, đặc biệt tại khu vực châu Á. Điều này bám sát các giả định rằng giá dầu Brent sẽ tăng cao hơn (+8%/8%/8%/8%/8% cho các năm trong giai đoạn 2026-2030, theo Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng ngày 09/03/2026 của chúng tôi).
- Giả định của chúng tôi cho crack spread xăng năm 2026 tương đương khoảng 80% mức trung bình năm 2022, trong khi giả định cho crack spread diesel và Jet A1 năm 2026 tương đương khoảng 90% mức trung bình năm 2022. Chúng tôi lưu ý rằng trong quý 1/2026, crack spread xăng trung bình đã đạt 96% mức trung bình của năm 2022, diesel đạt 97%, và Jet A1 đạt 133%. Điều này phản ánh giả định thận trọng trong kịch bản cơ sở của chúng tôi rằng gián đoạn tại eo biển Hormuz sẽ chỉ kéo dài trong thời gian ngắn (khoảng dưới 2 tháng), sau đó crack spread sẽ bình thường hóa trở lại.
- Ngoài ra, chúng tôi cũng điều chỉnh giả định về cơ cấu sản phẩm theo KQKD năm 2025 và định hướng chiến lược của BSR. Chúng tôi giảm tỷ trọng xăng RON92 xuống 6% (so với 17% trước đây) và tăng tỷ trọng xăng RON95 lên 31% (so với 29% trước đây), đồng thời tăng tỷ trọng dầu diesel lên 46% (so với 38% trước đây), qua đó hỗ trợ mức tăng của biên lợi nhuận lọc dầu gộp, do dầu diesel và xăng RON95 có biên lợi nhuận cao hơn về mặt cấu trúc.

Hình 3: Dự báo giai đoạn 2026-2030 (USD/thùng) (Kịch bản cơ sở)

Dự báo trước đây	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tổng hợp giai đoạn 2025-29F	Tổng hợp giai đoạn 2026-30F
Dầu Brent*	65	65	65	65	65	65		
Crack spread dầu diesel	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7		
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7		
Crack spread xăng RON92	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8		
Crack spread xăng RON95	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5		
<b>LNST sau lợi ích CĐTTS (tỷ đồng)</b>	<b>2.968</b>	<b>3.926</b>	<b>4.189</b>	<b>4.131</b>	<b>5.609</b>	<b>6.237</b>	<b>20.823</b>	<b>24.092</b>

Dự báo điều chỉnh	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tổng hợp giai đoạn 2025-29F	Tổng hợp giai đoạn 2026-30F
Dầu Brent	68	70	70	70	70	70		
Crack spread dầu diesel	13,4	20,9	12,3	10,1	10,1	10,1		
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	15,2	20,9	15,3	11,5	11,5	11,5		
Crack spread xăng RON92	1,4	10,0	7,8	4,8	4,8	4,8		
Crack spread xăng RON95	10,9	13,6	11,8	8,2	8,2	8,2		
<b>LNST sau lợi ích CĐTTS (tỷ đồng)</b>	<b>5.186</b>	<b>16.355</b>	<b>8.709</b>	<b>7.593</b>	<b>9.697</b>	<b>10.477</b>	<b>47.541</b>	<b>52.832</b>

% thay đổi giữa dự báo trước đây và dự báo điều chỉnh	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tổng hợp giai đoạn 2025-29F	Tổng hợp giai đoạn 2026-30F
Brent*	4,9%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%		
Crack spread dầu diesel	73,9%	171,6%	59,4%	31,7%	31,7%	31,7%		
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	56,3%	114,8%	57,4%	18,6%	18,6%	18,6%		
Crack spread xăng RON92	-70,6%	108,8%	64,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
Crack spread xăng RON95	68,0%	110,1%	82,4%	26,6%	26,6%	26,6%		
<b>LNST sau lợi ích CĐTTS</b>	<b>74,8%</b>	<b>316,6%</b>	<b>107,9%</b>	<b>83,9%</b>	<b>73,0%</b>	<b>68,1%</b>	<b>128%</b>	<b>119%</b>

Nguồn: Platts, BSR, Vietcap. Lưu ý: (\*) Dự báo giá dầu Brent là giá trung bình từng thời kỳ; những dự báo này đã được công bố trong Báo cáo ngành Năng lượng, ngày 09/03/2026 của chúng tôi.

## Những thay đổi trong dự báo dài hạn (kịch bản tích cực)

Ngoài các điều chỉnh của chúng tôi đối với cơ cấu sản phẩm, cũng như các thay đổi về lịch bảo dưỡng tổng thể lần thứ 6 và dự án nâng cấp mở rộng trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cũng xây dựng một kịch bản tích cực phù hợp với Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng của chúng tôi. Những điểm khác biệt chính so với kịch bản cơ sở nằm ở (1) mức giảm đối với sản lượng thương phẩm năm 2026 do nguồn dầu thô nhập khẩu có khả năng sẽ giảm, và (2) mức tăng đối với giá định crack spread, nhằm phản ánh gián đoạn kéo dài hơn tại Eo biển Hormuz. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng tác động tích cực từ mức crack spread cao hơn sẽ lấn át tác động tiêu cực từ mức giảm của sản lượng thương phẩm.

- Trong kịch bản tích cực, chúng tôi dự báo sản lượng thương phẩm năm 2026 sẽ giảm 17% YoY, do BSR có thể đối mặt với vấn đề thiếu hụt nguồn cung dầu thô đầu vào. Chúng tôi giả định hiệu suất hoạt động ở mức 100% (so với 120% trong năm 2025 và trong kịch bản cơ sở của chúng tôi). Dù BSR hiện đang lấy khoảng 70% dầu thô từ các mỏ trong nước và phần còn lại từ nguồn nhập khẩu đa dạng (Tây Phi, Địa Trung Hải, Mỹ và một phần từ Trung Đông), các gián đoạn kéo dài vẫn có thể khiến nguồn cung dầu thô đầu vào trở nên thắt chặt hơn.
- Chúng tôi cũng giả định mức crack spread cao hơn trong kịch bản gián đoạn kéo dài, đặc biệt tại khu vực châu Á, nơi đang phải đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung nghiêm trọng hơn. Cụ thể, chúng tôi dự báo crack spread xăng trung bình năm 2026 sẽ ở mức 14,7 USD/thùng (tương đương khoảng 100% mức năm 2022; +25% so với kịch bản cơ sở), diesel ở mức 27,8 USD/thùng (tương đương khoảng 120% mức năm 2022; +33% so với kịch bản cơ sở), và crack spread nhiên liệu phản lực A1 ở mức 27,9 USD/thùng (tương đương khoảng 120% mức năm 2022; +33% so với kịch bản cơ sở).

Hình 4: Dự báo giai đoạn 2026-2030 (USD/thùng) (Kịch bản cao)

Dự báo trước đây	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tổng hợp giai đoạn 2025-29F	Tổng hợp giai đoạn 2026-30F
Dầu Brent*	65	65	65	65	65	65		
Crack spread dầu diesel	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7		
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7		
Crack spread xăng RON92	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8		
Crack spread xăng RON95	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5		
<b>LNST sau lợi ích CĐTTS (tỷ đồng)</b>	<b>2.968</b>	<b>3.926</b>	<b>4.189</b>	<b>4.131</b>	<b>5.609</b>	<b>6.237</b>	<b>20.823</b>	<b>24.092</b>

Dự báo điều chỉnh	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tổng hợp giai đoạn 2025-29F	Tổng hợp giai đoạn 2026-30F
Dầu Brent	68	90	80	70	70	70		
Crack spread dầu diesel	13,4	27,9	15,3	12,1	12,1	12,1		
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	15,2	27,8	19,1	13,7	13,7	13,7		
Crack spread xăng RON92	1,4	12,5	9,8	5,7	5,7	5,7		
Crack spread xăng RON95	10,9	17,0	14,8	9,6	9,6	9,6		
<b>LNST sau lợi ích CĐTTS (tỷ đồng)</b>	<b>5.186</b>	<b>18.075</b>	<b>12.080</b>	<b>9.514</b>	<b>12.145</b>	<b>12.996</b>	<b>57.001</b>	<b>64.811</b>

% thay đổi giữa dự báo trước đây và dự báo điều chỉnh	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tổng hợp giai đoạn 2025-29F	Tổng hợp giai đoạn 2026-30F
Brent*	4,9%	38,5%	23,1%	7,7%	7,7%	7,7%		
Crack spread dầu diesel	73,9%	262,1%	99,3%	57,4%	57,4%	57,4%		
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	56,3%	186,4%	96,8%	40,9%	40,9%	40,9%		
Crack spread xăng RON92	-70,6%	161,0%	105,0%	18,2%	18,2%	18,2%		
Crack spread xăng RON95	68,0%	162,6%	128,0%	47,9%	47,9%	47,9%		
<b>LNST sau lợi ích CĐTTS</b>	<b>74,8%</b>	<b>360,4%</b>	<b>188,4%</b>	<b>130,3%</b>	<b>116,5%</b>	<b>108,4%</b>	<b>174%</b>	<b>169%</b>

Nguồn: Platts, BSR, Vietcap. Lưu ý: (\*) Dự báo giá dầu Brent là giá trung bình từng thời kỳ; những dự báo này đã được công bố trong Báo cáo ngành Năng lượng, ngày 09/03/2026 của chúng tôi.

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng 100% phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT) để đưa ra mức giá mục tiêu cho BSR. Chúng tôi cho rằng phương pháp P/E hiện không còn phù hợp vì 1) lợi nhuận của BSR và các công ty cùng ngành trong khu vực hiện đang biến động mạnh do diễn biến của giá dầu và crack spread và 2) do BSR dự kiến sẽ trải qua chu kỳ vốn đầu tư lớn trong 5 năm tới và điều đó sẽ làm giảm dòng tiền tự do và lợi nhuận của công ty.

### Kịch bản cơ sở:

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 118% giá mục tiêu lên mức 27.000 đồng/cổ phiếu, đồng thời nâng khuyến nghị từ BÁN lên PHTT đối với BSR. Mức giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu được thúc đẩy bởi mức điều chỉnh tăng 119% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030 của chúng tôi (với các mức thay đổi lần lượt là +317%/+108%/+84%/+73%/+68% cho các năm 2026/27/28/29/30), cùng với tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026.

### Kịch bản tích cực:

- Giá mục tiêu ước tính của chúng tôi trong kịch bản tích cực là 33.200 đồng/cổ phiếu, tương ứng với khuyến nghị KHẢ QUAN. Mức giá mục tiêu này cao hơn 168% so với giá mục tiêu trước đây và cao hơn 23% so với kịch bản cơ sở. Mức tăng đối với giá mục tiêu chủ yếu được thúc đẩy bởi việc chúng tôi điều chỉnh tăng 169% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030 của chúng tôi (với các mức thay đổi lần lượt là +360%/+188%/+130%/+117%/+108% cho các năm 2026/27/28/29/30).

Hình 5: Giá mục tiêu

Phương pháp	Đồng/cổ phiếu
Định giá CKDT với dự báo 10 năm	27.300
Trừ 50% tiền gửi tại Ocean Bank	-300
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>27.000</b>
Dự báo P/E năm 2024/2025 tại giá mục tiêu	8,3x
Dự báo EV/EBITDA năm 2024/2025 tại giá mục tiêu	5,0x

Nguồn: Dự báo của Vietcap

## Chiết khấu dòng tiền

BSR được phép áp dụng mức thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) 10% trong thời gian 30 năm, với 4 năm đầu được miễn thuế. Sau đó, BSR được giảm 50% thuế thu nhập trong 9 năm kể từ lúc bắt đầu ghi nhận thu nhập chịu thuế. Do đó, BSR đã được hưởng mức giảm thuế thu nhập 50% từ năm 2014 đến năm 2022. Từ năm 2023 đến năm 2039, BSR phải chịu mức thuế TNDN là 10%.

Trong dự báo dòng tiền 10 năm của chúng tôi (Hình 6), chúng tôi ước tính chi phí khấu hao hàng năm sẽ tăng trong giai đoạn 2029-2030 so với các năm trước, khi dự án nâng cấp và mở rộng trị giá 1,49 tỷ USD bắt đầu đi vào hoạt động. Bắt đầu từ năm 2031, chúng tôi dự kiến chi phí khấu hao sẽ giảm khi các tài sản cũ hoàn tất khấu hao.

Hình 6: Định giá CKDT (tỷ đồng)

Chi phí vốn	Cũ	Mới	Dự báo DTTD (10 năm)	
Hệ số Beta	1,0	1,0	GTHT của DTTD	49.077
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT của giá trị cuối (0.0%g)	54.440
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%	<b>GTHT của DTTD và GT cuối</b>	<b>103.518</b>
Chi phí vốn cổ phần %	14,0%	14,0%	+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	43.762
Chi phí lãi vay %	8,0%	8,0%	- Nợ	-10.504
Nợ %	32,0%	32,0%	- Lợi ích CĐTTS	-32
Vốn %	68,0%	68,0%	<b>Giá trị vốn</b>	<b>136.743</b>
Mức thuế DN %	10,0%	10,0%	Cổ phiếu (triệu)	5.007
<b>WACC %</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)</b>	<b>27.300</b>

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 7: Dòng tiền tự do của BSR

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>4.484</b>	<b>16.762</b>	<b>8.381</b>	<b>7.171</b>	<b>9.999</b>	<b>11.015</b>	<b>11.264</b>	<b>15.900</b>	<b>15.863</b>	<b>15.825</b>	<b>13.807</b>
- Thuế	-758	-1.818	-968	-845	-1.079	-1.165	-1.208	-1.713	-1.725	-1.747	-1.572
+ Khấu hao	2.181	2.298	2.272	2.218	3.823	3.823	1.697	1.609	1.609	1.609	1.609
- Vốn XD CB	-855	-7.083	-14.890	-10.081	-97	-97	-86	-99	-99	-99	-88
- Vốn lưu động thay đổi	-941	-3.500	2.680	-921	-2.381	19	2.173	-2.406	-1	-1	5.923
<b>Dòng tiền tự do không có đòn bẩy tài chính</b>	<b>4.111</b>	<b>6.660</b>	<b>-2.526</b>	<b>-2.458</b>	<b>10.265</b>	<b>13.595</b>	<b>13.840</b>	<b>13.291</b>	<b>15.648</b>	<b>15.588</b>	<b>19.681</b>
Giá trị HT của DTTD		5.955	-1.155	-1.758	6.565	7.775	7.078	6.079	6.400	5.701	6.437
<b>GTVT lũy kế của DTTD</b>		<b>5.955</b>	<b>4.800</b>	<b>3.042</b>	<b>9.607</b>	<b>17.382</b>	<b>24.461</b>	<b>30.539</b>	<b>36.939</b>	<b>42.640</b>	<b>49.077</b>

Nguồn: Dự báo của Vietcap

## Các công ty cùng ngành Thái Lan và Ấn Độ

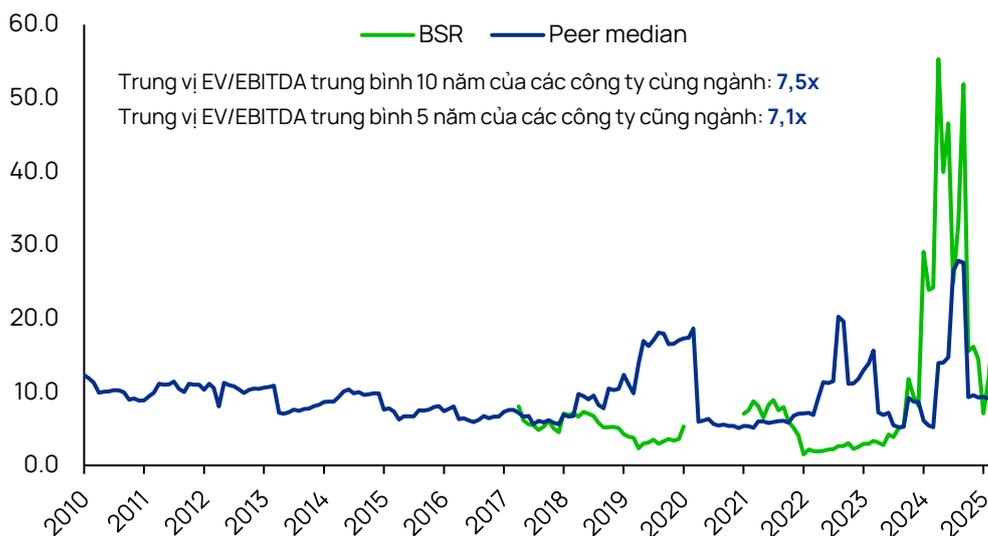
Hình 8: Các công ty cùng ngành Thái Lan và Ấn Độ

Tên công ty	Quốc gia	Công suất ('000 thùng/ngày)	VHTT (tỷ USD)	Doanh thu (tỷ USD)	YoY %	LNST trượt (triệu USD)	YoY %	Biên LN gộp %	Nợ vay ròng/CSH %	ROE %	Lợi suất cổ tức %	P/E trượt	P/B quý gần nhất	EV/EBITDA
IRPC Pcl	Thái Lan	215	0,8	8,5	-11	-109	31	1,1	62,2	-5,3	0,8	N/A	0,4	8,5
Star Petroleum Refining Pcl	Thái Lan	165	0,9	7,4	-11	78	15	2,3	12,1	6,7	6,5	12,0	0,8	5,0
Esso Thailand Pcl	Thái Lan	177	N/A	6,5	-13	-75	6	1,3	71,1	-10,0	N/A	N/A	N/A	12,8
PTT Global Chemical Pcl	Thái Lan	261	4,0	14,8	-20	-444	51	4,4	53,7	-5,3	1,7	N/A	0,5	14,5
Chennai Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	257	1,6	7,0	-11	25	-92	N/A	35,7	2,5	0,5	68,7	1,8	11,9
Hindustan Petroleum Corp	Ấn Độ	340	8,2	51,1	0	797	-58	N/A	131,2	13,7	1,4	11,2	1,5	8,5
Bharat Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	236	14,3	52,1	-2	1578	-50	N/A	58,1	17,0	3,3	9,8	1,6	6,5
<b>Trung bình</b>		<b>236</b>	<b>5,0</b>	<b>21,1</b>	<b>-10</b>	<b>264</b>	<b>-14</b>	<b>2,3</b>	<b>60,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>25,4</b>	<b>1,1</b>	<b>9,7</b>
<b>Trung Vị</b>		<b>236</b>	<b>2,8</b>	<b>8,5</b>	<b>-11</b>	<b>25</b>	<b>6</b>	<b>1,8</b>	<b>58,1</b>	<b>2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>11,6</b>	<b>1,1</b>	<b>8,5</b>
<b>BSR</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>140</b>	<b>6,2</b>	<b>5,4</b>	<b>15</b>	<b>199</b>	<b>722</b>	<b>4,3</b>	<b>-55,0</b>	<b>8,9</b>	<b>1,0</b>	<b>29,4</b>	<b>2,5</b>	<b>17,9</b>

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap ước tính. Lưu ý: N/A: Không có số liệu; (dữ liệu của các công ty cùng ngành tính đến ngày 17/03/2026)

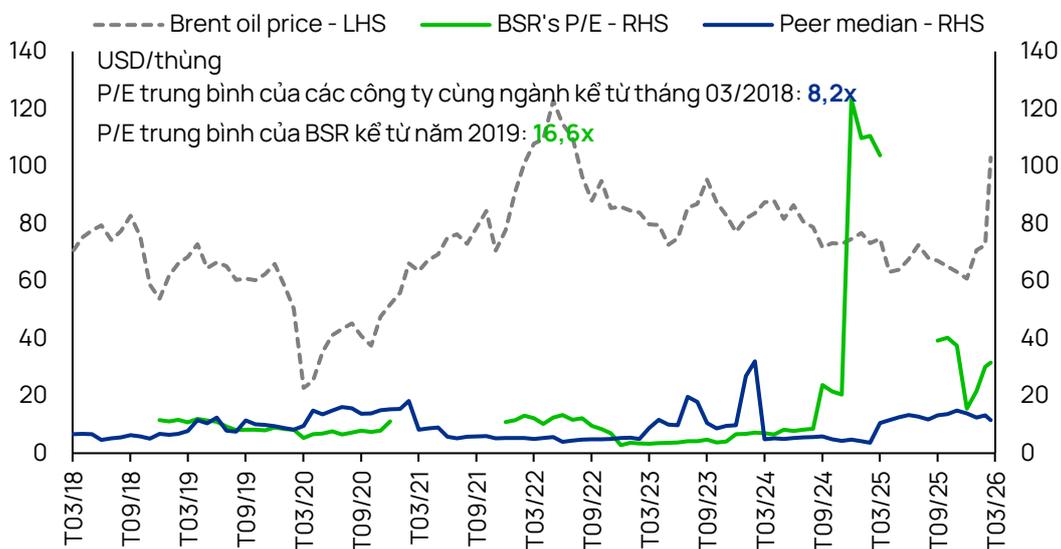
Khi so sánh định giá của BSR với các công ty cùng ngành trong khu vực, chúng tôi tập trung nhiều hơn vào định giá EV/EBITDA vì BSR là một công ty lọc dầu chỉ mới hoạt động được 15 năm. Ngoài ra, có sự khác biệt trong chính sách khấu hao giữa các công ty và BSR sẽ trải qua chu kỳ vốn đầu tư lớn trong 5 năm tới khiến cho tính chính xác của lợi nhuận và tỷ lệ P/E của công ty bị ảnh hưởng. Hiện tại, BSR chủ yếu sản xuất các sản phẩm truyền thống như xăng và dầu diesel, điều này khiến công ty có sự khác biệt so với các công ty cùng ngành có tham gia vào mảng hóa dầu với biên lợi nhuận cao trong khu vực. Ngoài ra, BSR đang nỗ lực thâm nhập vào mảng hóa dầu với dự án nâng cấp và mở rộng trong thời gian tới. Do đó, BSR nên giao dịch phù hợp hơn với định giá EV/EBITDA của các nhà máy lọc dầu Thái Lan và Ấn Độ trong dài hạn. Như đã thể hiện trong (Hình 9), EV/EBITDA trung bình giai đoạn 2016-2026 của trung vị các công ty cùng ngành của Thái Lan và Ấn Độ là 7,5 lần.

**Hình 9: EV/EBITDA của các công ty cùng ngành tại Thái Lan và Ấn Độ**



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính từ ngày 3/12/2010, đến ngày 17/03/2026)

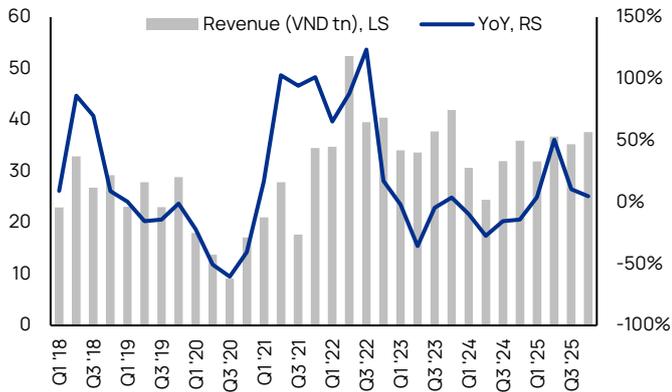
**Hình 10: P/E so với các công ty cùng ngành của Thái Lan và Ấn Độ**



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính từ ngày 31/03/2018, đến ngày 17/03/2026)

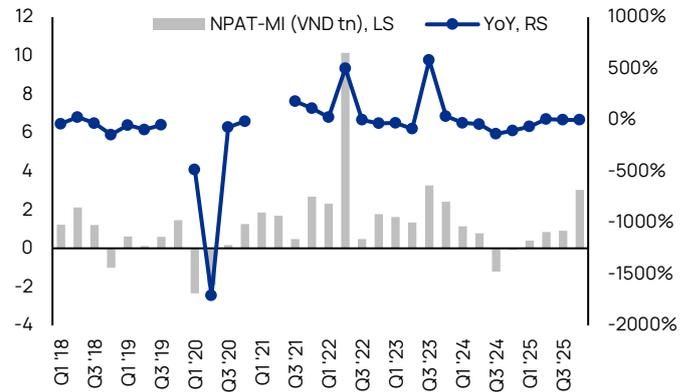
## KQKD theo quý của BSR

Hình 11: Doanh thu theo quý, nghìn tỷ đồng



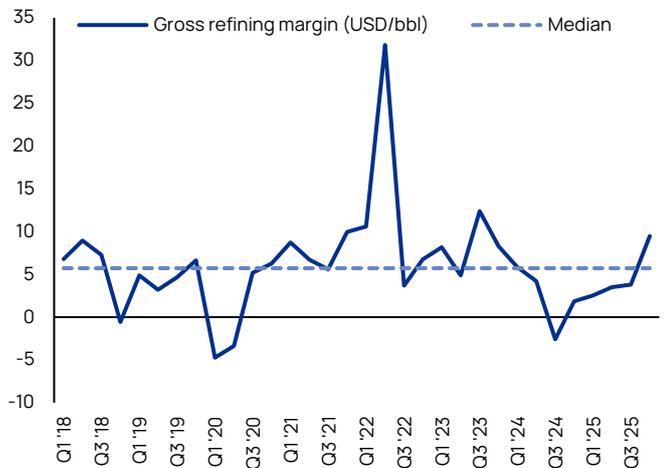
Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 12: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý, nghìn tỷ đồng \*



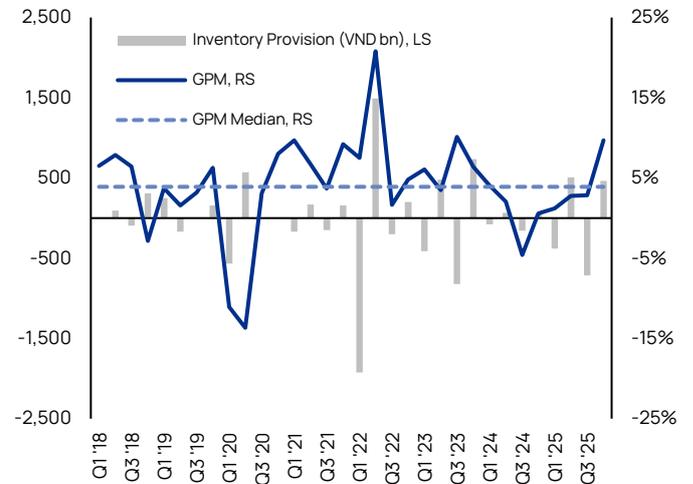
Nguồn: BSR, Vietcap (\*N.M. khi so sánh với các khoản lỗ)

Hình 13: Biên lợi nhuận lọc hoá dầu của BSR



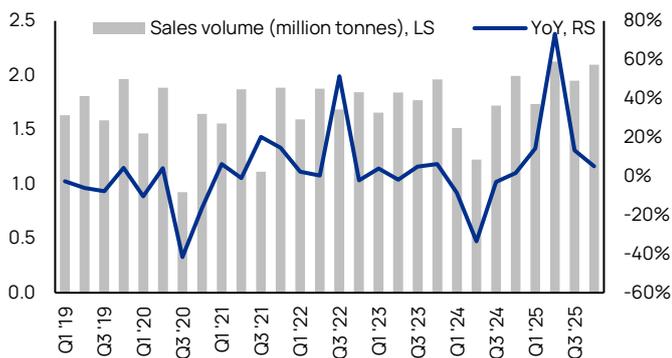
Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 14: Biên lợi nhuận gộp so với dự phòng hàng tồn kho (tỷ đồng)



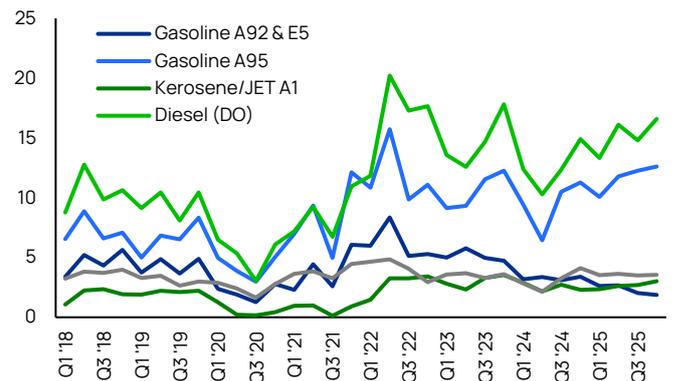
Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 15: Sản lượng bán của BSR



Nguồn: BSR, Vietcap

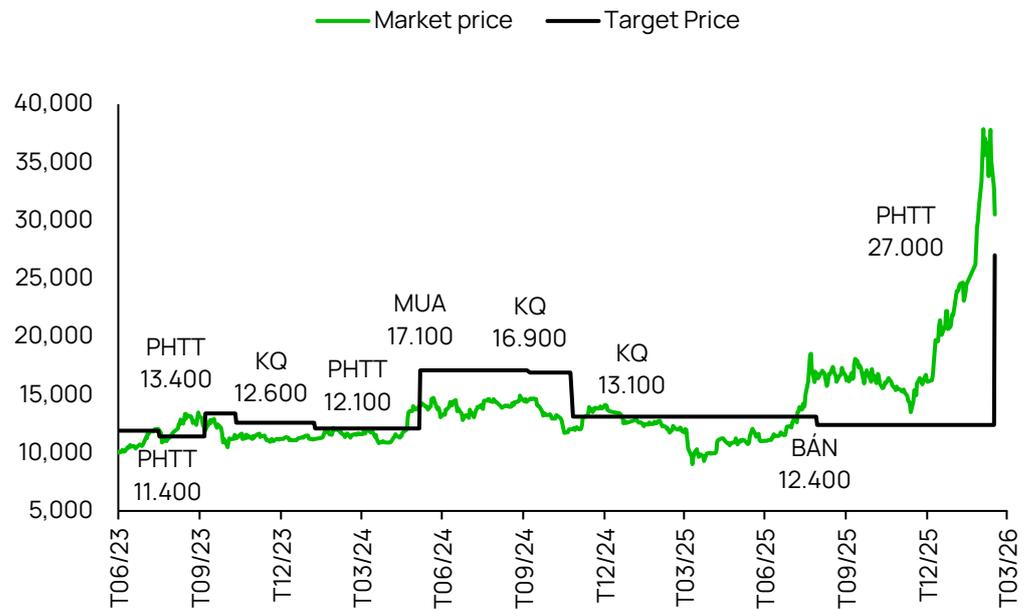
Hình 16: Giá bán trung bình theo sản phẩm của BSR so với giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: BSR, Vietcap

## Diễn biến khuyến nghị

Hình 17: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

## Giá cổ phiếu của BSR có mối tương quan tích cực mạnh với giá dầu Brent

Hình 18: Giá cổ phiếu BSR so với giá dầu Brent



Nguồn: BSR, Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 17/03/2026)

## Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ VND)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>141.578</b>	<b>158.724</b>	<b>136.645</b>	<b>143.788</b>
Giá vốn hàng bán	-135.530	-140.216	-126.761	-135.036
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6.049</b>	<b>18.508</b>	<b>9.884</b>	<b>8.752</b>
Chi phí bán hàng	-823	-952	-820	-863
Chi phí quản lý DN	-742	-794	-683	-719
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>4.484</b>	<b>16.762</b>	<b>8.381</b>	<b>7.171</b>
Doanh thu tài chính	1.913	1.837	1.566	1.709
Chi phí tài chính	-481	-415	-264	-434
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>-274</i>	<i>-210</i>	<i>-264</i>	<i>-434</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận/chi phí khác	30	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>5.947</b>	<b>18.184</b>	<b>9.683</b>	<b>8.446</b>
Thuế TNDN	-758	-1.818	-968	-845
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>5.189</b>	<b>16.366</b>	<b>8.715</b>	<b>7.601</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-3	-11	-6	-5
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>5.186</b>	<b>16.355</b>	<b>8.709</b>	<b>7.596</b>
<b>LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>5.188</b>	<b>16.355</b>	<b>8.709</b>	<b>7.596</b>
EBITDA	6.686	19.060	10.653	9.389
EPS báo cáo, VND	1.036	3.266	1.739	1.517
EPS điều chỉnh (1), VND	1.036	3.266	1.739	1.517
DPS báo cáo, VND	300	700	700	2.000
DPS/EPS báo cáo (%)	29%	21%	40%	132%

(1) EPS sau lỗ tỷ giá và thu nhập bất thường

Tỷ lệ	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	15,1%	12,1%	-13,9%	5,2%
Tăng trưởng LN HĐKD	-720,8%	273,8%	-50,0%	-14,4%
Tăng trưởng LNTT	708,0%	205,8%	-46,7%	-12,8%
Tăng trưởng EPS	721,7%	215,4%	-46,7%	-12,8%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	4,3%	11,7%	7,2%	6,1%
Biên LN từ HĐ %	3,2%	10,6%	6,1%	5,0%
Biên EBITDA	4,7%	12,0%	7,8%	6,5%
Biên LN ròng trừ CĐTS	3,7%	10,3%	6,4%	5,3%
ROE	8,9%	24,1%	11,2%	9,2%
ROA	6,0%	17,4%	7,9%	6,1%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	38	34	40	37
Số ngày phải thu	33	34	39	35
Số ngày phải trả	35	29	33	31
TG luân chuyển tiền	37	39	46	41
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	3,0	3,2	3,3	3,6
CS thanh toán nhanh	2,4	2,6	2,7	3,1
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,6	0,8	1,1
Nợ/Tài sản	12,3%	12,9%	18,6%	25,4%
Nợ/Vốn sử dụng	14,8%	14,9%	21,2%	28,3%
Nợ/Vốn CSH	-55,0%	-52,9%	-43,6%	-36,0%
Khả năng thanh toán lãi vay	16,4x	79,8x	31,7x	16,5x

Nguồn: BSR, Dự báo của Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	7.626	16.910	20.674	27.634
Đầu tư TC ngắn hạn	36.136	36.136	36.136	36.136
Các khoản phải thu	13.504	15.844	13.477	14.182
Hàng tồn kho	12.635	13.594	14.110	13.087
TS ngắn hạn khác	273	273	273	273
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>70.173</b>	<b>82.756</b>	<b>84.669</b>	<b>91.312</b>
TS dài hạn (gộp)	47.521	47.604	47.698	47.778
- Khấu hao lũy kế	-36.229	-38.527	-40.799	-43.017
TS dài hạn (ròng)	11.292	9.077	6.899	4.761
Đầu tư TC dài hạn	10	10	10	10
TS dài hạn khác	3.593	10.592	25.389	35.390
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>14.895</b>	<b>19.679</b>	<b>32.298</b>	<b>40.161</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>85.068</b>	<b>102.435</b>	<b>116.967</b>	<b>131.472</b>
Phải trả ngắn hạn	11.291	11.091	11.920	10.681
Nợ ngắn hạn	10.504	13.208	11.908	12.538
Nợ ngắn hạn khác	1.931	1.931	1.931	1.931
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>23.726</b>	<b>26.230</b>	<b>25.759</b>	<b>25.150</b>
Nợ dài hạn	0	0	9.794	20.812
Nợ dài hạn khác	856	856	856	856
<b>Tổng nợ</b>	<b>24.583</b>	<b>27.086</b>	<b>36.409</b>	<b>46.818</b>
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	50.073	50.073	50.073	50.073
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	7.387	22.240	27.444	31.532
Vốn khác	2.994	2.994	2.994	2.994
Lợi ích CĐTS	32	43	48	53
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>60.485</b>	<b>75.349</b>	<b>80.558</b>	<b>84.654</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>85.068</b>	<b>102.435</b>	<b>116.967</b>	<b>131.472</b>
SLCP lưu hành cuối năm (tr)	5.007	5.007	5.007	5.007

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>28.995</b>	<b>7.626</b>	<b>16.910</b>	<b>20.674</b>
Thu nhập ròng	5.186	16.355	8.709	7.596
Khấu hao	2.181	2.298	2.272	2.218
Thay đổi vốn lưu động	-941	-3.500	2.680	-921
Điều chỉnh khác	-1.169	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>5.256</b>	<b>15.154</b>	<b>13.661</b>	<b>8.894</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-855	-7.083	-14.890	-10.081
Đầu tư, ròng	-20.795	0	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-21.650</b>	<b>-7.083</b>	<b>-14.890</b>	<b>-10.081</b>
Cổ tức đã trả	-12	-1.502	-3.505	-3.505
Tăng (giảm) vốn	19.068	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-5.352	2.704	-1.300	630
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	9.794	11.018
Tiền từ các hoạt động TC khác	-19.068	11	6	5
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-5.365</b>	<b>1.212</b>	<b>4.994</b>	<b>8.148</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-21.759</b>	<b>9.283</b>	<b>3.764</b>	<b>6.960</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>7.626</b>	<b>16.910</b>	<b>20.674</b>	<b>27.634</b>

## Phụ lục

### Phụ lục 1: Khoảng cách cung-cầu dự kiến thắt chặt trở lại, đưa crack spread năm 2026 quay về gần mức của năm 2022

Thị trường lọc dầu đã duy trì trạng thái thắt chặt kể từ giữa năm 2021, khi nhu cầu đối với các sản phẩm lọc dầu phục hồi nhanh hơn nguồn cung sau khi các biện pháp hạn chế do COVID-19 được nới lỏng. Nguồn cung tiếp tục bị thu hẹp hơn nữa do (1) xung đột Nga-Ukraine trong năm 2022, làm gián đoạn dòng chảy dầu thô và sản phẩm dầu mỏ trong khu vực, và (2) Trung Quốc cắt giảm xuất khẩu các sản phẩm lọc dầu để đáp ứng nhu cầu trong nước. Ngoài ra, theo IEA, tình trạng thắt chặt sẵn có của thị trường dầu diesel, tăng trưởng nhu cầu duy trì tích cực, và việc EU tăng cường nhập khẩu diesel để thay thế nguồn cung từ Nga đã khiến khoảng cách cung - cầu toàn cầu tiếp tục được nới rộng hơn. Gần đây hơn, xung đột tại Trung Đông và các gián đoạn đối với dòng vận tải qua Eo biển Hormuz tiếp tục làm nguồn cung toàn cầu bị thu hẹp, đặc biệt đối với các quốc gia tại châu Á.

Hình 19: Tóm tắt diễn biến crack spread trung bình của Platts Singapore

USD/thùng	Q1 2026*	QoQ	YoY	Quý 1/2026 s/v trung bình 2017-19	Quý 1/2026 s/v trung bình 2022
Gasoline A92	10,9	-21%	36%	1,9x	102%
Gasoline A95	12,9	-19%	32%	1,3x	90%
Jet A1	33,5	35%	119%	2,7x	133%
Diesel (DO)	28,4	23%	83%	2,3x	97%

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (\*Trung bình cho đến nay; Dữ liệu tính đến ngày 17/03/2026)

**Thị trường lọc dầu dự kiến thắt chặt trong năm 2026, và quay trở lại tình trạng khan hiếm tương tự như năm 2022.** Chúng tôi cho rằng thị trường lọc dầu sẽ thắt chặt hơn trong năm 2026 khi khoảng cách cung - cầu sản phẩm lọc dầu toàn cầu nới rộng lên mức 2,7 triệu thùng/ngày (so với 2,2 triệu thùng/ngày trong năm 2025; hoặc 2,3 triệu thùng/ngày như trong báo cáo tháng 08/2025 của chúng tôi). Mức thâm hụt lớn hơn này chủ yếu phản ánh các gián đoạn nguồn cung nghiêm trọng bắt nguồn từ xung đột tại Trung Đông và việc dòng vận chuyển qua Eo biển Hormuz bị đình trệ, qua đó lấn át tác động tích cực từ việc OPEC+ dẫn gỡ bỏ các mức cắt giảm sản lượng. Theo IEA, có hơn 4 triệu thùng/ngày công suất lọc dầu tại Vịnh Ba Tư đang đối mặt với rủi ro gián đoạn, trong đó hơn 3 triệu thùng/ngày (tương đương khoảng 3,6% công suất lọc dầu toàn cầu) đã ngừng hoạt động do các cuộc tấn công và thiếu các cửa ngõ xuất khẩu khả thi.

- **Về phía cầu:** IEA dự báo nhu cầu sản phẩm lọc dầu toàn cầu sẽ đạt 86,5 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (+0,3 triệu thùng/ngày YoY; +0,2 triệu thùng/ngày so với dự báo tháng 08/25 của chúng tôi). Mức tăng trưởng được thúc đẩy bởi (1) sự gia tăng nhu cầu diesel đối với hoạt động phát điện tại châu Á và Trung Đông và (2) nhu cầu lớn đối với nhiên liệu bay và nguyên liệu đầu vào cho hóa dầu tại Ấn Độ và Brazil.
- **Về phía cung:** IEA dự báo nguồn cung sản phẩm lọc dầu toàn cầu sẽ đạt 83,8 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (-0,1 triệu thùng/ngày YoY; -0,2 triệu thùng/ngày so với dự báo tháng 08/25 của chúng tôi). Mức giảm YoY và việc điều chỉnh giảm dự báo chủ yếu phản ánh tình trạng gián đoạn đối với hoạt động xuất khẩu sản phẩm dầu từ Trung Đông qua Hormuz và việc cắt giảm công suất vận hành của các nhà máy lọc dầu trên khắp Vịnh Ba Tư, qua đó lấn át tác động tích cực từ sự gia tăng của hiệu suất hoạt động tại các khu vực khác (ví dụ như châu Âu và châu Mỹ). IEA nhấn mạnh rằng việc mất đi nguồn xuất khẩu từ Vịnh Ba Tư chủ yếu sẽ tạo ra một cú sốc nguồn cung tại châu Á, do các dòng hàng này chiếm khoảng 35% nguồn cung dầu thô và sản phẩm dầu mỏ của khu vực.

Hình 20: Cán cân cung cầu sản phẩm lọc dầu toàn cầu (triệu thùng/ngày)

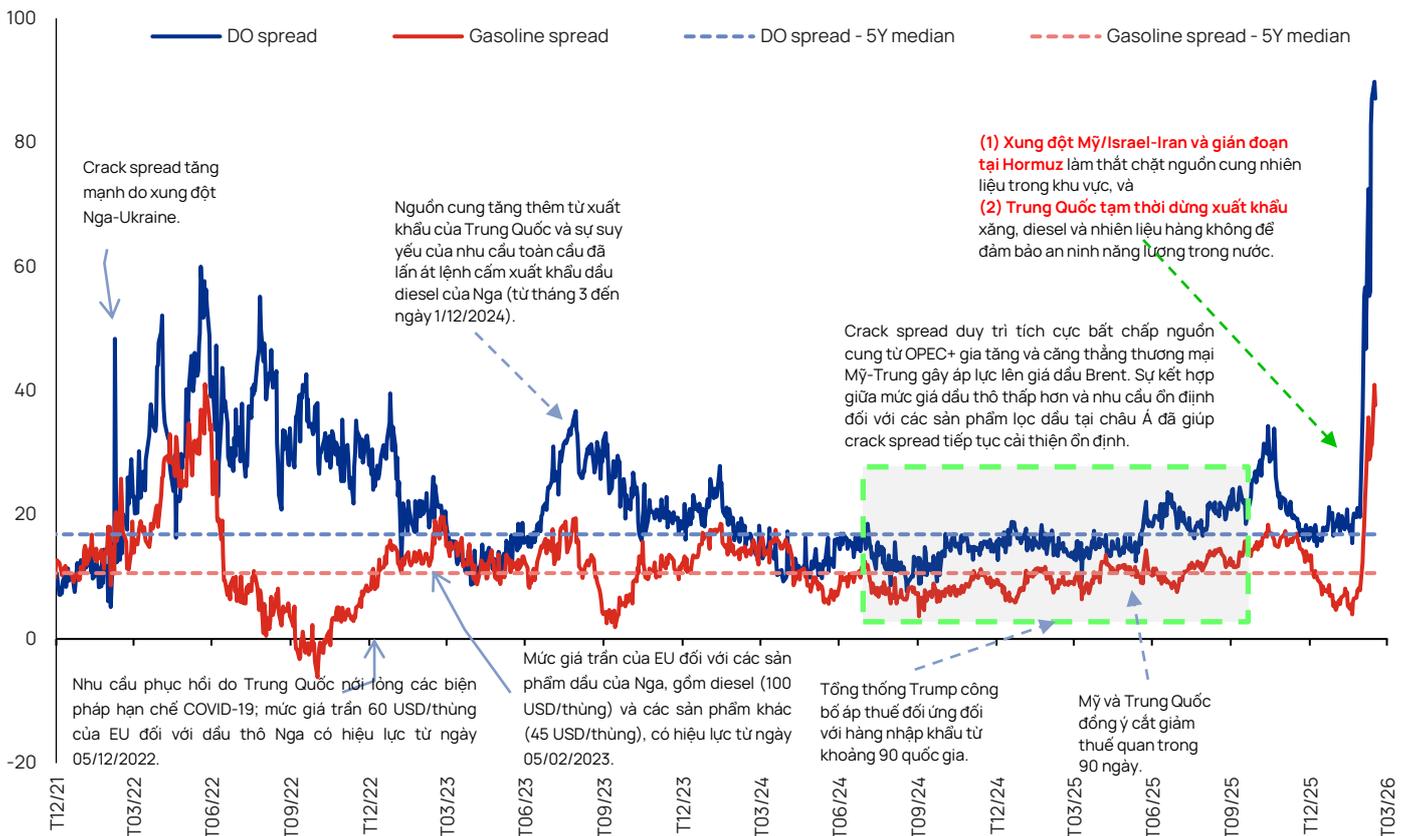
Triệu thùng/ngày	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>Cán cân sản phẩm lọc dầu</b>									
Nhu cầu sản phẩm lọc dầu	84,4	84,5	75,7	85,1	83,1	85,4	85,6	86,1	86,5
Nguồn cung sản phẩm lọc dầu*	82,5	82,0	74,8	77,8	79,9	82,2	82,9	83,9	83,8
<b>Chênh lệch cung cầu tương ứng</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>-7,3</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,7</b>
<b>Thay đổi YoY (triệu thùng/ngày)</b>									
Nhu cầu sản phẩm lọc dầu	0,6	0,1	-8,8	9,3	-2,0	2,3	0,2	0,5	0,3
Nguồn cung sản phẩm lọc dầu	1,7	-0,5	-7,2	3,0	2,1	2,3	0,7	1,0	-0,1

Nguồn: IEA, Vietcap ước tính (\* thước đo theo sản lượng dầu thô toàn cầu) (dự báo của IEA tính đến tháng 03/2026)

**Mức thâm hụt năm 2026 tương đương khoảng 84% so với mức thiếu hụt 3,2 triệu thùng/ngày ghi nhận trong năm 2022, cho thấy crack spread có thể tăng mạnh trở lại.** Khác với chu kỳ năm 2022, vốn chủ yếu được thúc đẩy bởi cú sốc nguồn cung từ Nga và ban đầu ảnh hưởng chủ yếu đến châu Âu, trạng thái thắt chặt trong năm 2026 chủ yếu xuất phát từ gián đoạn tại Eo biển Hormuz, và quan trọng hơn, đây là một cú sốc nguồn cung trực tiếp hơn và tập trung hơn tại châu Á. Do đó, thị trường châu Á nhiều khả năng sẽ phải đối mặt với nguồn cung sản phẩm thắt chặt hơn so với các khu vực khác, hàm ý rằng crack spread tại châu Á có thể vượt trội so với các mức chuẩn toàn cầu trong những giai đoạn gián đoạn nghiêm trọng.

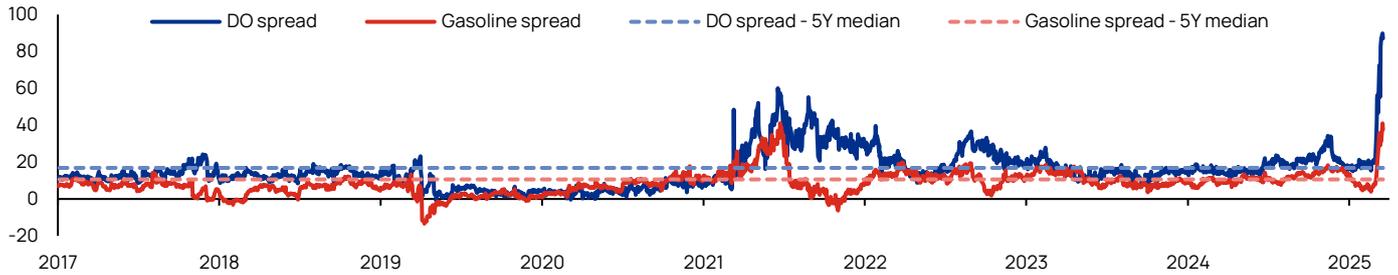
Trong dài hạn, dù IEA hiện chưa công bố dự báo sau năm 2026, chúng tôi kỳ vọng thị trường lọc dầu sẽ tiếp tục thắt chặt về mặt cấu trúc hơn so với giai đoạn trước đại dịch, do được hỗ trợ bởi: (1) nhu cầu ổn định tại châu Á; và (2) khả năng cao cơ sở hạ tầng năng lượng và logistics bị hư hại tại Trung Đông sẽ cần thời gian để phục hồi lại trạng thái bình thường.

Hình 21: Tác động của các sự kiện lớn đối với chênh lệch giá xăng và dầu diesel của Platts Singapore (so với dầu Brent) (USD/thùng) (2022 - 17/03/2026)



Nguồn: BSR, Bloomberg, Vietcap

**Hình 22: Crack spread dầu diesel và xăng của Platts Singapore (so với dầu Brent) (USD/thùng)**



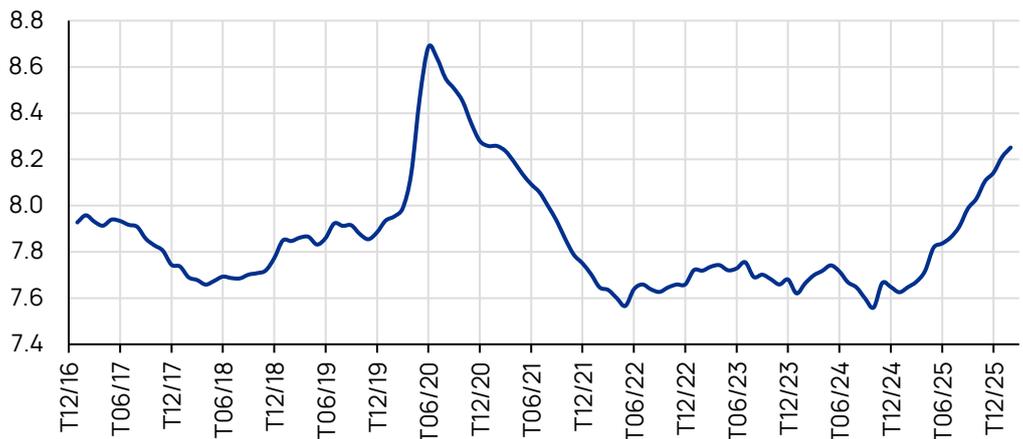
Nguồn: BSR, Bloomberg, Vietcap (dữ liệu từ ngày 31/12/2017, đến ngày 17/03/2026)

**Hình 23: Cán cân cung cầu dầu thô toàn cầu (triệu thùng/ngày)**

Triệu thùng/ngày	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>Cán cân dầu thô toàn cầu</b>									
Tổng nhu cầu toàn cầu*	99,3	100,3	91,8	97,4	99,8	102,0	103,3	104,1	104,8
Tổng nguồn cung toàn cầu	100,0	100,5	93,9	95,3	99,9	102,3	103,1	106,1	107,2
<b>Chênh lệch cung cầu tương ứng</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>2,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>
<b>Thay đổi YoY (triệu thùng/ngày)</b>									
Tổng nhu cầu toàn cầu*	1,5	1,0	-8,5	5,6	2,4	2,2	1,3	0,8	0,6
Tổng nguồn cung toàn cầu	2,7	0,5	-6,6	1,4	4,6	2,4	0,8	3,0	1,1

Nguồn: IEA, Vietcap ước tính (\*bao gồm dầu thô cho các nhà máy lọc dầu, nhà máy nhiên liệu sinh học & khác) (dự báo của IEA tính đến tháng 03/2026)

**Hình 24: Tồn kho dầu toàn cầu (bao gồm dầu thô, sản phẩm lọc dầu và các loại khác, tỷ thùng)**



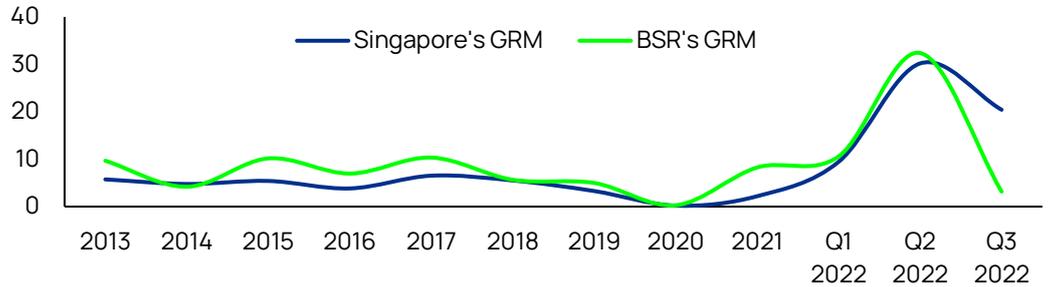
Nguồn: IEA, Kayros, Kpler, FEDCom/S&P Global Platts, Enterprise Singapore (Dữ liệu tính đến tháng 02/2026)

## Appendix 2: BSR's gross refining margin

**Lợi thế về thuế của BSR giúp tăng biên lọc dầu (GRM) gộp trong giai đoạn 2013-2022.** GRM là chênh lệch giữa giá trị của các sản phẩm lọc dầu và chi phí nguyên liệu thô, chủ yếu là dầu thô. Trong giai đoạn 2013-2022, BSR có GRM trung bình đạt 7,4 USD/thùng, cao hơn GRM trung bình của Singapore là 5,8 USD/thùng (thước đo tiêu chuẩn cho các nhà máy lọc dầu châu Á). Chúng tôi nhận thấy mức thuế suất thấp hơn đối với các sản phẩm của BSR so với các sản phẩm nhập khẩu tại Việt Nam cho phép công ty đặt mức giá bán cao hơn, và điều này đã thúc đẩy GRM của công ty (Hình 25).

GRM của BSR đã đạt mức cao kỷ lục là 13,3 USD/thùng vào năm 2022, nhờ mức tăng vọt của crack spread trong khu vực, được thúc đẩy bởi cuộc xung đột Nga-Ukraine từ quý 2/2022. BSR đã được hưởng lợi từ cuộc xung đột này khi công ty có thể bán sản phẩm với giá cao hơn, trong khi đã đảm bảo được lượng hàng tồn kho với chi phí thấp từ trước (Hình 26).

Hình 25: Biên lợi nhuận của BSR và Singapore (USD/thùng) (2013-Quý 3/2022) \*

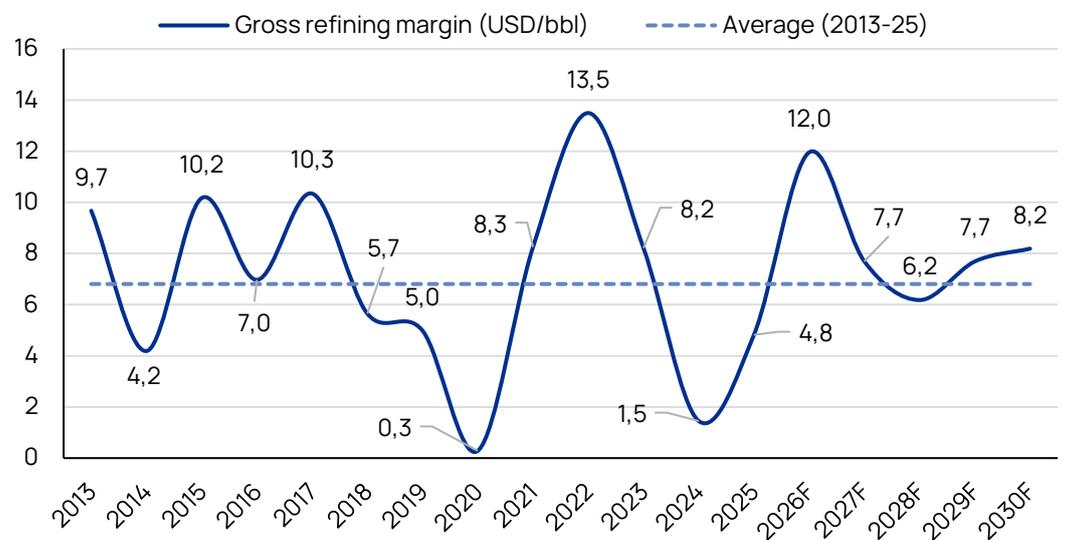


Nguồn: Bloomberg, BSR, Vietcap ước tính (\* Dữ liệu GRM không còn khả dụng kể từ quý 4/2022.)

Chúng tôi dự báo GRM của BSR sẽ tăng mạnh lên mức 12,0 USD/thùng trong năm 2026, nhờ được thúc đẩy bởi mức crack spread cao hơn trong bối cảnh gián đoạn nguồn cung tại Eo biển Hormuz. Chúng tôi kỳ vọng GRM sẽ giảm dần về mức 6–8 USD/thùng trong giai đoạn 2027–2030 khi biên lợi nhuận lọc dầu dần bình thường hóa từ mức nền cao hiện tại.

Trong dài hạn, chúng tôi dự báo GRM sẽ duy trì cao hơn mức trung bình lịch sử ghi nhận trong giai đoạn 2029–2030, nhờ được hỗ trợ bởi dự án nâng cấp mở rộng của BSR, qua đó nâng cao chất lượng sản phẩm (tiêu chuẩn EURO 5), cải thiện tính linh hoạt của rổ dầu thô đầu vào, và tối ưu hóa hiệu suất thu hồi sản phẩm. Điều này còn được hỗ trợ thêm bởi sự dịch chuyển sang cơ cấu sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn (tăng tỷ trọng diesel, nhiên liệu bay và xăng RON95) và việc áp dụng xăng phối trộn nhiên liệu sinh học (yếu tố giúp gia tăng thêm biên lợi nhuận) (Hình 26).

Hình 26: Biên lợi nhuận của BSR (USD/thùng) trong giai đoạn 2013-2030



Nguồn: BSR, Vietcap

## Lộ trình chuyển đổi của Việt Nam sang xăng phối trộn nhiên liệu sinh học (tức E10 RON95) sẽ hỗ trợ GRM dài hạn của BSR.

- Bộ Công Thương đã ban hành Thông tư 50/2025/TT-BCT, quy định lộ trình triển khai xăng E10 trên toàn quốc từ ngày 01/06/26, trong khi E5 RON92 sẽ tiếp tục được sử dụng đến năm 2030. Điều này đồng nghĩa với việc các sản phẩm xăng truyền thống, bao gồm RON92 và RON95, sẽ dần được thay thế bằng các sản phẩm xăng phối trộn ethanol. Thông tư cũng cho phép các nhà máy lọc dầu trong nước, bao gồm Công ty Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) và Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn (NSRP), được phối trộn và thương mại hóa xăng sinh học.
- Theo Bộ Công Thương, tính đến đầu tháng 03/26, Việt Nam có 12 doanh nghiệp phân phối xăng dầu (không bao gồm BSR và NSRP) sở hữu cơ sở phối trộn ethanol, với tổng công suất 965.000 m<sup>3</sup>/tháng. Trong đó, PLX chiếm 508.000 m<sup>3</sup>/tháng (53% tổng công suất toàn quốc) và OIL chiếm 125.000 m<sup>3</sup>/tháng (13%), trong khi OIL đang đặt mục tiêu mở rộng lên mức 275.000 m<sup>3</sup>/tháng.
- Theo BSR, công suất phối trộn E10 tối đa của công ty là 300.000 m<sup>3</sup>/tháng (thấp hơn PLX nhưng cao hơn OIL). Tuy nhiên, các chuyên gia trong ngành cho biết BSR hiện có sự hiện diện còn tương đối hạn chế ở mảng bán lẻ, với xăng E10 hiện chủ yếu được phân phối trong phạm vi tỉnh Quảng Ngãi, trong khi PLX và OIL lần lượt vận hành 7 và 12 mạng lưới phối trộn trên toàn quốc. Do đó, BSR nhiều khả năng sẽ tiếp tục tập trung vào kênh bán buôn, cung cấp xăng phối trộn cho các nhà phân phối không có năng lực phối trộn nội bộ.
- Chúng tôi cho rằng chính sách này tạo ra cơ hội để BSR vượt ra ngoài hoạt động lọc dầu truyền thống và nắm bắt giá trị gia tăng bổ sung trong chuỗi hạ nguồn. Cụ thể, hoạt động phối trộn có thể giúp BSR giảm mức độ phụ thuộc vào xăng truyền thống, vốn nhạy cảm hơn với biến động giá và rủi ro hàng tồn kho.

### Phụ lục 3: Dự án nâng cấp và mở rộng

Vào tháng 01/25, BSR đã chia sẻ bản kế hoạch phát triển cuối cùng cho dự án nâng cấp và mở rộng với các chi tiết cụ thể như sau:

- **Vốn đầu tư XDCB:** 1,5 tỷ USD, được tài trợ theo tỷ lệ vốn chủ sở hữu:nợ vay là 60:40, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.
- **Công suất:** Tăng công suất thêm 15,5% từ 148.000 thùng/ngày lên 171.000 thùng/ngày.
- **Chất lượng sản phẩm:** Hướng tới đáp ứng tiêu chuẩn EURO V và đa dạng hóa nguồn nguyên liệu đầu vào.

Tính đến ngày 03/05/25, BSR đã nhận được bộ hồ sơ Thiết kế kỹ thuật tổng thể điều chỉnh (FEED) cho dự án nâng cấp mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất từ nhà thầu Foster Wheeler (Thailand), một đơn vị thuộc Wood Group (Anh).

Vào ngày 15/07/25, BSR đã chính thức phê duyệt hồ sơ FEED điều chỉnh và các ước tính chi phí đầu tư xây dựng cập nhật.

Vào ngày 01/01/26, BSR đã ký hợp đồng với PETROCONS cho gói san lấp mặt bằng và chuẩn bị mặt bằng của dự án.

BSR dự kiến hoàn tất lựa chọn nhà thầu EPC vào tháng 03/26 (chậm hơn một chút so với kế hoạch trước đó là tháng 12/25) và kỳ vọng giai đoạn triển khai EPC sẽ kéo dài khoảng 37 tháng. Điều này hàm ý nhà máy có thể sẽ bắt đầu vận hành thương mại vào khoảng tháng 04/29, muộn hơn một chút so với mục tiêu trước đó là năm 2028.

**Tại ĐHCĐ năm 2024, BSR đã điều chỉnh IRR dự phóng cho dự án nâng cấp mở rộng từ 10% lên 12,9%, dù đã chốt vốn đầu tư XDCB cuối cùng ở mức 1,49 tỷ USD.** Chúng tôi cho rằng mức sinh lời mạnh mẽ hơn này đến từ sự tự tin cao hơn vào crack spread dài hạn, cũng như mức chi phí vận hành thấp hơn nhờ đa dạng hóa tốt hơn các loại dầu thô đầu vào. Dự án này có thể bắt đầu đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận của BSR từ năm 2029.

Hình 27: Công suất thiết kế theo sản phẩm mới của BSR so với kế hoạch trước đây

Sản phẩm	Đơn vị/ngày	Hiện tại	1,49 tỷ USD nâng cấp và mở rộng	1,26 tỷ USD nâng cấp và mở rộng	1,8 tỷ USD nâng cấp và mở rộng
<b>Chế biến dầu thô</b>	<b>thùng/ngày</b>	<b>148.000</b>	<b>171.000</b>	<b>171.000</b>	<b>192.000</b>
Khí hóa lỏng	tấn/ngày	1.018	1.049	1.049	1.006
Propylene	tấn/ngày	460	Không bao gồm	Không bao gồm	475
Poly propylene	tấn/ngày	462	685	685	479
Mogas (A92 vs A95)	thùng/ngày	65.900	79.700	79.700	76.100
Nhiên liệu phân lức A1/Kerosene	thùng/ngày	5.300	13.100	13.100	15.800
Dầu diesel	thùng/ngày	53.200	59.200	59.200	68.500
Dầu nhiên liệu	thùng/ngày	7.000	0	0	7.100
Nhựa đường	tấn/ngày	-	Không bao gồm	Không bao gồm	6.400
Lưu huỳnh	tấn/ngày	13	57	57	106

Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 28: Công suất thiết kế theo sản phẩm mới của BSR so với kế hoạch trước đây

Mục tiêu	Nhận định
Nâng cấp	Sản phẩm xăng dầu đáp ứng tiêu chuẩn EURO 5
Mở rộng	Thêm 15% công suất

Theo kế hoạch của Chính phủ, Việt Nam có kế hoạch áp dụng tiêu chuẩn EURO 5 trong dài hạn.  
Ổn định nguồn cung đầu vào là chìa khóa cho hoạt động sản xuất dài hạn của BSR.  
Tăng trưởng sản lượng cho hầu hết các loại sản phẩm dầu.

Nguồn: BSR, Vietcap

### Phụ lục 4: Tổ hợp lọc hóa dầu và kho dự trữ dầu thô quốc gia trị giá 19 tỷ USD khẳng định nhu cầu ngắn hạn của Việt Nam đối với các sản phẩm xăng dầu

Vào quý 3/2022, PVN đã đề xuất đầu tư 19 tỷ USD cho tổ hợp lọc hóa dầu, cùng với kho dự trữ quốc gia về dầu thô và các sản phẩm xăng dầu tại KCN Dầu khí Long Sơn, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu.

Trong nửa đầu năm 2023, Bộ Công Thương đã cho rằng đề xuất này là phù hợp, do nhu cầu trong nước mạnh và tính cấp thiết của việc đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia trong bối cảnh nguồn cung toàn cầu biến động.

Dự án này phù hợp với kế hoạch triển khai Quy hoạch Phát triển Năng lượng Quốc gia của Việt Nam (ban hành vào tháng 04/2024) với mục tiêu được xây dựng cho giai đoạn 2026-2030. PVN kỳ vọng sẽ nhận được phê duyệt đối với quyết định đầu tư của dự án và lựa chọn các nhà thầu thiết kế, mua sắm, và xây dựng (EPC) để đưa dự án vào vận hành vào năm 2027/2028.

Hình 29: Tổng công suất của khu phức hợp lọc hóa dầu và kho dự trữ dầu quốc gia trị giá 19 tỷ USD

	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2
Nhà máy lọc hóa dầu	Nhà máy này sẽ chế biến dầu thô và sản xuất nhiều loại sản phẩm xăng dầu khác nhau <ul style="list-style-type: none"> <li>Công suất chế biến: (1) 12-13 triệu tấn dầu thô/năm; (2) 0,66 triệu tấn khí ngưng tụ/năm.</li> <li>Sản phẩm: (1) 7-9 triệu tấn sản phẩm xăng dầu/năm; 2-3 triệu tấn hóa dầu mỗi năm.</li> </ul>	Trong giai đoạn 2, nhà máy sẽ điều chỉnh để tăng tỷ trọng sản xuất hóa dầu <ul style="list-style-type: none"> <li>Công suất chế biến: Giống như giai đoạn 1</li> <li>Sản phẩm: (1) 3-5 triệu tấn sản phẩm xăng dầu/năm; (2) 5,5-7,5 triệu tấn hóa dầu/năm.</li> </ul>
Kho dự trữ quốc gia	Cơ sở này sẽ lưu trữ dầu thô và các sản phẩm xăng dầu để đảm bảo trữ lượng quốc gia. <ul style="list-style-type: none"> <li>Công suất lưu trữ sản phẩm xăng dầu: 500.000 m<sup>3</sup></li> </ul>	

Nguồn: Bộ Công Thương, Vietcap

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Phường Sài Gòn, TP. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6  
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)  
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)  
+84 28 8882 6868

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
nam.hoang@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

**Huỳnh Thị Hồng Ngọc,**  
**Trưởng phòng, ext 138**  
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

**Vĩ mô**  
**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532  
- Nguyễn Thảo Nguyễn, Chuyên viên, ext 268

**Dầu khí, Điện và Nước**  
**Đinh Thị Thủy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

#### Bất động sản

**Lưu Bích Hồng**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, 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, Trưởng phòng, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570  
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

### Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

**Anthony Le**  
**Giám đốc**  
**Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 525  
anthony.le@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**  
**Giám đốc điều hành**  
**Phòng Tư Vấn Đầu Tư**  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

## Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

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

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

## Khuyến cáo

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