

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR)

MUA +20,8%

Ngành	Hóa dầu
Ngày báo cáo	28/09/2026
Giá hiện tại	30.200 VND
Giá mục tiêu	35.800 VND
Giá mục tiêu gần nhất	29.250 VND
TL tăng	+18,5%
Lợi suất cổ tức	2,3%
Tổng mức sinh lời	+20,8%
GT vốn hóa	6,1 tỷ USD
Room KN	2,9 tỷ USD
GTGD/ngày (30n)	13,9 triệu USD
Cổ phần Nhà nước	92%
SL cổ phiếu lưu hành	5.007 tr
Pha loãng	5.007 tr

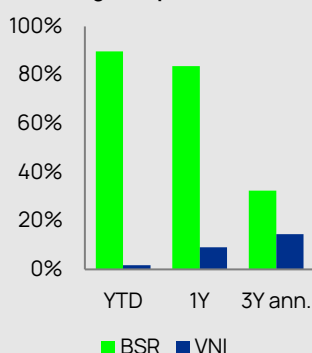
	BSR	Peers*	VNI
P/E (trung)	7,6x	5,4x	13,8x
P/B (ht)	2,0x	1,1x	2,0x
ROE	26,7%	29,7%	16,0%
ROA	18,9%	10,1%	2,4%

* CT cùng ngành trong khu vực

Tổng quan Công ty

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 khoảng 1/3 nhu cầu trong nước.

Diễn biến giá cổ phiếu



Dương Tấn Phước
Chuyên viên Cao cấp

Đinh Thị Thùy Dương
Phó giám đốc

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	141.582	204.850	157.277	151.706
Doanh thu % YoY	15%	45%	-23%	-4%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	5.214	24.148	16.735	9.070
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	726%	363%	-31%	-46%
EPS % YoY	726,1%	363,2%	-30,7%	-45,8%
Biên LN gộp	4,3%	13,5%	12,0%	6,6%
Biên LN ròng	3,7%	11,8%	10,6%	6,0%
ROE	9,0%	33,6%	18,4%	8,9%
Nợ vay ròng/CSH	-55,0%	-50,9%	-51,8%	-47,2%
Lợi suất cổ tức	1,0%	0,7%	2,3%	6,6%
DPS (VND)	300	200	700	2.000
P/E	29,0x	6,3x	9,0x	16,7x
P/B	2,5x	1,8x	1,5x	1,4x
EV/EBITDA	17,5x	3,7x	4,5x	7,5x

Thị trường sản phẩm lọc dầu tiếp tục thắt chặt giúp cải thiện triển vọng lợi nhuận

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 22% giá mục tiêu lên mức 35.800 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR). Giá mục tiêu cao hơn phản ánh (1) mức tăng 18% trong giá trị hợp lý theo phương pháp CKDT nhờ mức tăng 18% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2026-2030, và (2) mức tăng 27% trong giá trị hợp lý theo phương pháp P/E (được thúc đẩy bởi EPS trung bình dự phóng giai đoạn 2026-2027 cao hơn 27%).
- Mức điều chỉnh tăng đối với dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS chủ yếu được thúc đẩy bởi việc chúng tôi nâng giả định crack spread giai đoạn 2026-2030 lên trung bình 10% (tương ứng lần lượt +15%/+19%/+6%/+6%/+6% cho các năm 2026/27/28/29/30), qua đó phản ánh tình trạng gián đoạn nguồn cung kéo dài tại eo biển Hormuz và việc nhiều nhà máy lọc dầu tại Nga ngừng hoạt động. Giả định về sản lượng thương phẩm của chúng tôi không thay đổi. Tham khảo thêm [Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng](#) của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 đạt 24,1 nghìn tỷ đồng (tăng gấp 4,6 lần YoY), được thúc đẩy bởi mức tăng gấp 2,1 lần YoY của crack spread trung bình và sản lượng thương phẩm cao hơn 2%.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2027 đạt 16,7 nghìn tỷ đồng (-31% YoY) khi crack spread giảm 19% YoY và sản lượng thương phẩm giảm 11% do đợt bảo dưỡng tổng thể lần thứ 6 theo kế hoạch. Tuy nhiên, LNST sau lợi ích CĐTS vẫn cao hơn 14% so với năm 2022, nhờ sản lượng cao hơn 3% và cơ cấu sản phẩm mang lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Dầu Diesel/Xăng RON95 lần lượt chiếm 46%/31% sản lượng năm 2027 (so với 41%/27% năm 2022), qua đó bù đắp cho mức crack spread dự báo thấp hơn 7% so với năm 2022.
- Định giá của BSR hiện ở mức hấp dẫn, với EV/EBITDA dự phóng năm 2027 đạt 4,5 lần, thấp hơn khoảng 35% so với mức trung bình 10 năm của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (6,9 lần).
- Yếu tố hỗ trợ:** Giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước (dự kiến trong nửa đầu năm 2027) nhằm đảm bảo 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.

Thiệt hại ở mảng hạ nguồn tại Trung Đông và sự gián đoạn hoạt động của các nhà máy lọc dầu tại Nga cho thấy tình trạng thiếu hụt sản phẩm xăng dầu vẫn sẽ còn kéo dài. Chi phí sửa chữa hạ tầng hạ nguồn tại Trung Đông có thể lên tới 24 tỷ USD (tương đương 42% mức ước tính chi phí khôi phục cao nhất của Rystad Energy) và cần tới 36 tháng để hoàn tất, qua đó có thể làm sụt giảm nghiêm trọng công suất vận hành. Nga tiếp tục tạo thêm áp lực khi có tới 71% nhà máy lọc dầu lớn của nước này được cho là đã bị tấn công trong 8 tháng đầu năm 2026 (8T 2026), khiến sản lượng lọc dầu giảm mạnh 26% YoY trong tháng 07/2026. Bên cạnh đó, Nga đã áp đặt lệnh cấm xuất khẩu dầu diesel cho đến cuối tháng 09/2026 và cấm xuất khẩu xăng cho đến hết tháng

01/2027. Tính chung, Nga và các quốc gia vùng Vịnh hiện chiếm gần 45% tổng lượng thương mại dầu diesel vận chuyển bằng đường biển trên toàn cầu.

Thị trường lọc dầu dự kiến sẽ tiếp tục thắt chặt trong năm 2027: Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) dự báo mức thâm hụt sản phẩm lọc dầu sẽ đạt 3,6 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (so với 2,5 triệu thùng/ngày trong năm 2025), tương đương 113% mức thâm hụt của năm 2022. Mức thâm hụt dự kiến sẽ thu hẹp xuống 2,3 triệu thùng/ngày trong năm 2027, nhưng vẫn ở mức cao hơn so với mức trung bình trước đại dịch là ~2,2 triệu thùng/ngày. Trong khi đó, thị trường dầu thô dự kiến sẽ chuyển dịch từ mức thâm hụt 0,8 triệu thùng/ngày trong năm 2026 sang mức thặng dư 4,1 triệu thùng/ngày trong năm 2027, qua đó tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp lọc dầu do sự sụt giảm của chi phí dầu thô đầu vào kết hợp với việc nguồn cung sản phẩm xăng dầu bị thắt chặt sẽ giúp hỗ trợ duy trì biên lợi nhuận lọc dầu (crack spread) ở mức cao.

Dự án nâng cấp mở rộng của BSR hiện vẫn đang đi đúng tiến độ, qua đó hỗ trợ đà phục hồi của lợi nhuận từ quý 3/2029: Chúng tôi dự báo dự án này sẽ giúp gia tăng công suất của BSR lên thêm 15,5%. Trong khi đó, đề xuất xây dựng nhà máy lọc dầu Cà Mau với công suất 7 triệu tấn cũng tái khẳng định xu hướng gia tăng của nhu cầu cùng triển vọng tích cực của ngành lọc dầu trong nước (trang 20).

Triển vọng năm 2026: LNST sau lợi ích CĐTTS dự kiến tăng 4,6 lần nhờ crack spread duy trì ở mức cao, cao hơn ~64% so với mức đỉnh kỷ lục của năm 2022

Hình 1: Dự báo năm 2026 (1)

	2025	2026F	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Giải thích (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo trước đây
SẢN LƯỢNG SẢN XUẤT ('000 TẤN)	7.907	8.101	2%	0%	(a) Chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động sẽ đạt 123% (+3 điểm % YoY).
Sản lượng ('000 tấn)	7.907	8.101	2%	0%	
Khí hóa lỏng	501	446	-11%	0%	
Xăng A92 & E5	531	486	-8%	0%	
Xăng A95	2.464	2.503	2%	0%	
Nhiên liệu phân lục A1	559	624	12%	0%	
Dầu diesel (DO)	3.449	3.702	7%	0%	
Dầu nhiên liệu (FO)	143	162	13%	0%	
Poly propylene (PP)	185	170	-8%	0%	
Khác	74	8	-89%	0%	
GIÁ ĐẦU VÀO (USD/thùng)					
Dầu Brent (USD/thùng)	68,2	89,5	31%	7,9%	(a & b) Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định giá dầu Brent dự phóng năm 2026 lên ~90 USD/thùng (từ 83 USD/thùng), như đã nêu trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng của chúng tôi (ngày 22/09/26).
Giá dầu thô gia quyền của BSR (USD/thùng)	74,5	96,5	30%	7,3%	
GIÁ ĐẦU RA CỦA BSR (USD/thùng)					
Khí hóa lỏng (USD/tấn)	579	781	35%	7%	
Xăng A92 & E5	75,9	111	46%	8%	
Xăng A95	85,4	116	36%	9%	
Nhiên liệu phân lục A1	89,7	123	37%	9%	
Dầu diesel (DO)	87,9	123	40%	9%	
Dầu nhiên liệu (FO) (USD/tấn)	445	593	33%	9%	
Poly propylene (PP) (USD/tấn)	842	842	0%	0%	
CRACK SPREAD CỦA BSR (USD/thùng)					
Xăng A92 & E5	1,4	14,4	922%	15%	(a & b) Chúng tôi điều chỉnh tăng 15% các giả định crack spread năm 2026 lên mức 115% so với mức trung bình năm 2022 (từ mức 100% trước đây), qua đó phản ánh tình trạng gián đoạn kéo dài tại eo biển Hormuz, thiệt hại đối với các nhà máy lọc dầu tại Trung Đông và các lệnh cấm xuất khẩu sản phẩm xăng dầu của Nga.
Xăng A95	10,9	19,5	80%	15%	
Nhiên liệu phân lục A1	15,2	26,7	76%	15%	
Dầu diesel (DO)	13,4	26,7	100%	15%	

Crack spread trung bình từ đầu năm đến nay (YTD) theo Platts Singapore đối với dầu diesel đạt 52,9 USD/thùng (gấp 3,1 lần YoY), trong khi crack spread xăng 95 đạt trung bình 23,7 USD/thùng (gấp 2,1 lần YoY). Các mức tăng này mạnh hơn đáng kể so với các giả định hiện tại của chúng tôi đối với crack spread dầu diesel và xăng A95 trong năm 2026 của BSR (lần lượt là gấp 2,0 lần YoY và 1,8 lần).

Nguồn: BSR, Vietcap ước tính

Hình 2: Dự báo năm 2026 (2)

Tỷ đồng	2025	2026F	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Giải thích (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo trước đây
Doanh thu	141.579	204.850	45%	8%	(a & b) Được thúc đẩy bởi mức crack spread và giá dầu Brent cao hơn; sản lượng thương phẩm không thay đổi so với dự báo trước đây của chúng tôi.
Khí hóa lỏng	7.648	9.338	22%	7%	
Xăng A92 & E5	9.174	12.520	36%	8%	
Xăng A95	46.704	65.777	41%	9%	
Kerosene/JET A1	10.684	16.695	56%	9%	
Dầu diesel (DO)	60.819	93.362	54%	9%	
Dầu nhiên liệu (FO)	1.681	2.578	53%	9%	
Poly propylene (PP)	4.111	3.848	-6%	0%	
Khác	758	732	-3%	0%	
Giá vốn hàng bán	-135.468	-177.174	31%	7%	
Lợi nhuận gộp	6.114	27.675	353%	20%	(a & b) Được thúc đẩy bởi mức crack spread cao hơn.
Chi phí bán hàng và marketing	-824	-1.229	49%	8%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp (GA)	-751	-1.024	36%	8%	
Lợi nhuận từ HĐKD	4.538	25.422	460%	21%	
Thu nhập tài chính	1.917	1.841	-4%	0%	
Chi phí tài chính	-481	-415	-14%	0%	
LNTT	6.005	26.848	347%	20%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	5.214	24.148	363%	20%	(a) LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo dự kiến tăng gấp 4,6 lần YoY, chủ yếu nhờ mức tăng gấp 2,1 lần YoY của crack spread trung bình và mức tăng 2% YoY của sản lượng thương phẩm. (b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức điều chỉnh tăng 15% đối với giả định crack spread của chúng tôi. LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo dự phóng năm 2026 tương đương 163% so với mức của năm 2022, chủ yếu do crack spread cao hơn 15%, sản lượng bán cao hơn 16% so với năm 2022 và hàng tồn kho cuối năm 2025 cao hơn 22% so với cuối năm 2021.
				Thay đổi điểm %	
Biên LN gộp	4,3%	13,5%	+9,2		
Chi phí SG&A/Doanh thu	1,1%	1,1%	+0,0		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	3,2%	12,4%	+9,2		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	3,7%	11,8%	+8,1		

Nguồn: BSR, Vietcap

Triển vọng năm 2027: LNST sau lợi ích CĐTTS dự báo giảm từ mức đỉnh năm 2026 nhưng vẫn cao hơn gấp 3,2 lần so với năm 2025, và cao hơn 14% so với năm 2022

Hình 3: Dự báo năm 2027 (1)

	2026F	2027F	YoY	Dự báo 2027 mới/cũ	Giải thích (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo trước đây
SẢN LƯỢNG SẢN XUẤT ('000 TẤN)	8.101	7.213	-11%	0%	(a) Chúng tôi giả định sản lượng bán dự phóng năm 2027 sẽ giảm 11% YoY, qua đó phản ánh đợt bảo dưỡng tổng thể lần thứ 6 theo kế hoạch (có thể diễn ra trong quý 3).
Sản lượng ('000 tấn)	8.101	7.213	-11%	0%	
Khí hóa lỏng	446	397	-11%	0%	
Xăng A92 & E5	486	433	-11%	0%	
Xăng A95	2.503	2.229	-11%	0%	
Nhiên liệu phân lục A1	624	555	-11%	0%	
Dầu diesel (DO)	3.702	3.296	-11%	0%	
Dầu nhiên liệu (FO)	162	144	-11%	0%	
Poly propylene (PP)	170	151	-11%	0%	
Khác	8	7	-11%	0%	
GIÁ ĐẦU VÀO (USD/thùng)					(a & b) Chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ giảm xuống ~75 USD/thùng trong năm 2027 (-16% YoY; từ mức 70 USD/thùng trước đó), như đã nêu trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng ngày 22/09/26 của chúng tôi.
Dầu Brent (USD/thùng)	89,5	74,9	-16%	7,0%	
Giá dầu thô gia quyền của BSR (USD/thùng)	96,5	81,9	-15%	6,3%	
GIÁ ĐẦU RA CỦA BSR (USD/thùng)					
Khí hóa lỏng (USD/tấn)	781	669	-14%	6%	
Xăng A92 & E5	111	93,1	-16%	7%	
Xăng A95	116	97,2	-16%	6%	
Nhiên liệu phân lục A1	123	104	-16%	8%	
Dầu diesel (DO)	123	104	-16%	13%	
Dầu nhiên liệu (FO) (USD/tấn)	593	487	-18%	8%	
Poly propylene (PP) (USD/tấn)	842	842	0%	0%	
CRACK SPREAD CỦA BSR (USD/thùng)					
Xăng A92 & E5	14,4	11,2	-22%	15%	(a) Chúng tôi dự báo crack spread sẽ giảm trung bình 17–22% YoY từ mức nền cao của năm 2026 do tình trạng gián đoạn tại eo biển Hormuz sẽ dẫn hạ nhiệt và mức thâm hụt sản phẩm lọc dầu sẽ thu hẹp xuống 2,3 triệu thùng/ngày (so với 3,6 triệu thùng/ngày trong năm 2026). Dù vậy, mức thâm hụt dự báo vẫn cao hơn mức trung bình trước đại dịch là khoảng 2,2 triệu thùng/ngày, qua đó cho thấy thị trường lọc dầu nhiều khả năng sẽ tiếp tục thắt chặt hơn về mặt cấu trúc so với giai đoạn trước đại dịch. Điều này được hỗ trợ bởi sự phục hồi của nhu cầu và tiến độ khôi phục chậm chạp đối với hạ tầng hạ nguồn bị hư hại tại Trung Đông, vốn có thể mất từ 1 đến 3 năm để tái thiết (tính từ tháng 04/2026).
Xăng A95	19,5	15,3	-22%	4%	
Nhiên liệu phân lục A1	26,7	22,0	-17%	15%	
Dầu diesel (DO)	26,7	22,1	-17%	44%	
					(b) Chúng tôi điều chỉnh tăng 4–44% các giả định crack spread năm 2027 (trung bình 19%) lên mức ~90–95% so với mức trung bình năm 2022 (từ mức ~65–85% trước đây), do quá trình sửa chữa công suất lọc dầu tại Trung Đông có thể sẽ kéo dài tới 36 tháng và hoạt động xuất khẩu sản phẩm xăng dầu của Nga vẫn sẽ bị hạn chế. Mức điều chỉnh tăng lớn nhất là đối với dầu diesel (+44% lên 22,1 USD/thùng), sản phẩm chịu ảnh hưởng nhiều nhất từ sự sụt giảm nguồn cung của Nga và khu vực vùng Vịnh.

Nguồn: BSR, Vietcap ước tính

Hình 4: Dự báo năm 2027 (2)

Tỷ đồng	2026F	2027F	YoY	Dự báo 2027 mới/cũ	Giải thích (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo trước đây
Doanh thu	204.850	157.277	-23%	9%	(a) Doanh thu giảm khi crack spread, giá dầu và sản lượng thương phẩm bình thường hóa từ mức nền cao của năm 2026. (b) Được thúc đẩy bởi giả định crack spread và giá dầu Brent cao hơn của chúng tôi.
Khí hóa lỏng	9.338	7.270	-22%	6%	
Xăng A92 & E5	12.520	9.548	-24%	7%	
Xăng A95	65.777	50.009	-24%	6%	
Kerosene/JET A1	16.695	12.787	-23%	8%	
Dầu diesel (DO)	93.362	71.511	-23%	13%	
Dầu nhiên liệu (FO)	2.578	1.923	-25%	8%	
Poly propylene (PP)	3.848	3.495	-9%	0%	
Khác	732	732	0%	0%	
Giá vốn hàng bán	-177.174	-138.352	-22%	6%	
Lợi nhuận gộp	27.675	18.924	-32%	39%	(b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi giả định crack spread cao hơn.
Chi phí bán hàng và marketing	-1.229	-944	-23%	9%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp (GA)	-1.024	-786	-23%	9%	
Lợi nhuận từ HĐKD	25.422	17.194	-32%	43%	
Thu nhập tài chính	1.841	1.752	-5%	6%	
Chi phí tài chính	-415	-340	-18%	7%	
LNTT	26.848	18.606	-31%	39%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	24.148	16.735	-31%	39%	(a) Được thúc đẩy bởi mức giảm 11% YoY của sản lượng thương phẩm sau đợt bảo dưỡng tổng thể lần thứ 6 theo kế hoạch, cùng với việc crack spread bình thường hóa từ mức nền cao của năm 2026 (xăng A95: -22% YoY; diesel: -17% YoY). LNST sau lợi ích CĐTS năm 2027 vẫn gấp 3,2 lần mức 5,2 nghìn tỷ đồng của năm 2025. (b) Được thúc đẩy bởi giả định crack spread cao hơn.
Biên LN gộp	13,5%	12,0%	Thay đổi điểm % -1,5		Bình thường hóa từ mức đỉnh của năm 2026 nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với biên lợi nhuận gộp trung bình giai đoạn 2013-2019 là 6,5%, do thị trường lọc dầu dự kiến sẽ duy trì trạng thái thắt chặt hơn so với giai đoạn trước đại dịch.
Chi phí SG&A/Doanh thu	1,1%	1,1%	+0,0		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	12,4%	10,9%	-1,5		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	11,8%	10,6%	-1,1		

Nguồn: BSR, Vietcap

Những thay đổi trong dự báo dài hạn

Chúng tôi điều chỉnh tăng 18,0% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2026–2030. Nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ việc chúng tôi tăng các giả định crack spread trung bình lên thêm 10,3%, với các mức tăng tương ứng là 15,0%/19,3%/5,7%/5,7%/5,7% cho các năm 2026/2027/2028/2029/2030, qua đó bù đắp cho tác động từ việc cắt giảm 9% dự báo sản lượng bán năm 2029 của chúng tôi do chúng tôi hiện dự kiến dự án nâng cấp & mở rộng sẽ hoàn thành vào khoảng cuối quý 3/2029 (trễ hơn một chút so với kỳ vọng trước đó là quý 1/2029). Kết quả này còn được hỗ trợ bởi các giả định giá dầu Brent cao hơn của chúng tôi là 90/75/72 USD/thùng cho các năm 2026/2027/2028–2030 (so với 83 / 70 / 70 USD/thùng trước đây), theo Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng mới nhất của chúng tôi, qua đó phản ánh khả năng cuộc xung đột Mỹ/Israel–Iran kéo dài hơn dự kiến.

Các giả định crack spread đối với xăng, dầu diesel và nhiên liệu bay Jet A1 năm 2026 của chúng tôi hiện được ấn định ở mức khoảng 115% mức trung bình năm 2022 (so với ~100% trước đây), và các giả định năm 2027 ở mức ~90–95% (so với ~65–85% trước đây).

Các giả định này vẫn mang tính thận trọng, do kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định dòng lưu thông qua eo biển Hormuz sẽ phục hồi lên mức ~30% so với bình thường trong tháng 11–12/2026, ~45% trong 6T 2027 và ~85% trong nửa cuối năm 2027.

Chúng tôi lưu ý rằng trong 9T 2026, crack spread của xăng A95, dầu diesel và Jet A1 theo Platts Singapore đạt trung bình lần lượt 167% / 182% / 221% so với mức trung bình tương ứng của năm 2022.

Đối với giai đoạn 2028–2030 dự phóng, chúng tôi điều chỉnh tăng các giả định crack spread lên thêm 3–8%, theo các dự báo giá dầu cao hơn trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng của chúng tôi.

Hình 5: Dự báo giai đoạn 2026-2030 (USD/thùng)

Dự báo trước đây	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tổng hợp giai đoạn 2026-2030F
Dầu Brent*	83,0	70,0	70,0	70,0	70,0	
Crack spread dầu diesel	23,2	15,3	10,1	10,1	10,1	
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	23,2	19,1	11,5	11,5	11,5	
Crack spread xăng RON92	12,5	9,8	4,8	4,8	4,8	
Crack spread xăng RON95	17,0	14,8	8,2	8,2	8,2	
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	20.195	12.049	8.172	9.970	10.776	61.161

Dự báo điều chỉnh	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tổng hợp giai đoạn 2026-2030F
Dầu Brent	89,5	74,9	72,0	72,0	72,0	
Crack spread dầu diesel	26,7	22,1	10,9	10,9	10,9	
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	26,7	22,0	11,9	11,9	11,9	
Crack spread xăng RON92	14,4	11,2	5,2	5,2	5,2	
Crack spread xăng RON95	19,5	15,3	8,5	8,5	8,5	
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	24.148	16.735	9.070	10.396	11.849	72.197

% thay đổi giữa dự báo trước đây và dự báo điều chỉnh	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tổng hợp giai đoạn 2026-2030F
Dầu Brent*	7,9%	7,0%	2,9%	2,9%	2,9%	
Crack spread dầu diesel	15,0%	43,9%	7,8%	7,8%	7,8%	
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	15,0%	15,2%	3,0%	3,0%	3,0%	
Crack spread xăng RON92	15,0%	14,6%	8,2%	8,2%	8,2%	
Crack spread xăng RON95	15,0%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	
LNST sau lợi ích CĐTS	19,6%	38,9%	11,0%	4,3%	10,0%	18,0%

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 Cập nhật Ngành Năng lượng ngày 22/09/2026 của chúng tôi.

Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu cho BSR bằng cách kết hợp có tỷ trọng bằng nhau (50/50) giữa phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) và phương pháp bội số P/E. Chúng tôi tiếp tục lấy phương pháp CKDT làm trọng tâm định giá nhằm phản ánh đầy đủ giá trị dòng tiền dài hạn của BSR, bao gồm cả dự án nâng cấp & mở rộng. Chúng tôi bổ sung phương pháp bội số P/E bên cạnh phương pháp CKDT nhằm phản ánh tốt hơn biến động lợi nhuận vốn có trong hoạt động kinh doanh lọc dầu của BSR, vốn chịu tác động bởi sự biến động của giá dầu và crack spread.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 22,4% giá mục tiêu lên mức 35.800 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BSR. Mức tăng 18% đối với giá trị hợp lý (theo phương pháp CKDT) phản ánh mức tăng 18% đối với tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo giai đoạn 2026–2030 dự phóng. Mức tăng 27% đối với giá trị hợp lý (theo phương pháp P/E) được thúc đẩy bởi mức tăng 27% của EPS trung bình giai đoạn 2026–2027.

Hình 6: Định giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý	Đóng góp
Phương pháp CKDT	50%	34.500	17.250
Phương pháp P/E	50%	37.100	18.550
Giá mục tiêu			35.800

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 8**), chúng tôi ước tính chi phí khấu hao hàng năm sẽ tăng trong giai đoạn 2029-2030 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 kỳ vọng chi phí khấu hao sẽ giảm khi các tài sản cũ đã hoàn tất khấu hao.

Hình 7: Định giá mục tiêu theo phương pháp CKDT

Phương pháp	Đồng/cổ phiếu
Định giá CKDT với dự báo 10 năm	34.800
Trừ 50% tiền gửi tại Ocean Bank	-300
Giá trị hợp lý theo phương pháp CKDT	34.500

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 8: Định giá theo phương pháp CKDT (tỷ đồng)

Chi phí vốn	Cũ	Mới	Dự báo DTTD (10 năm)	
Hệ số Beta	1,0	1,0	GTHT của DTTD	66.826
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT của giá trị cuối (0,0% g)	66.565
Tỷ lệ phi rủi ro %	7,0%	7,0%	GTHT của DTTD và GT cuối	133.391
Chi phí vốn cổ phần %	15,0%	15,0%	+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	53.776
Chi phí lãi vay %	8,0%	8,0%	- Nợ	-12.766
Nợ %	32,0%	32,0%	- Lợi ích CĐTTS	-33
Vốn %	68,0%	68,0%	Giá trị vốn	174.367
Mức thuế DN %	10,0%	10,0%	Cổ phiếu (triệu)	5.007
WACC %	12,5%	12,5%	Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	34.800

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 9: Dòng tiền tự do của BSR

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
LN từ HĐKD	25.422	17.194	8.318	10.197	11.881	12.757	18.235	18.198	18.159	17.495
- Thuế	-2.685	-1.861	-1.008	-1.156	-1.317	-1.421	-2.023	-2.043	-2.072	-2.040
+ Khấu hao	2.299	2.273	2.219	2.754	3.823	1.697	1.609	1.610	1.610	1.610
- Vốn XDCB	-7.119	-14.910	-10.093	-98	-108	-96	-112	-112	-112	-100
- Vốn lưu động thay đổi	-8.773	5.730	420	-177	-1.831	2.248	-2.966	-968	-484	8.527
Dòng tiền tự do không có đòn bẩy tài chính	9.144	8.427	-145	11.520	12.448	15.186	14.742	16.684	17.101	25.491
Giá trị HT của DTTD	8.620	7.062	-108	7.627	7.326	7.944	6.855	6.895	6.282	8.323
GTHT lũy kế của DTTD	8.620	15.683	15.574	23.202	30.528	38.471	45.326	52.221	58.502	66.826

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Định giá theo hệ số P/E

Chúng tôi bổ sung phương pháp định giá theo bội số P/E nhằm phản ánh tốt hơn biến động lợi nhuận vốn có trong hoạt động kinh doanh lọc dầu của BSR, vốn chịu tác động bởi sự biến động của giá dầu và crack spread. Chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu là 9,1 lần (tương đương mức P/E trung vị bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực kể từ tháng 6/2018) cho mức EPS trung bình giai đoạn 2026–2027 dự phóng của BSR là 4.082 đồng, qua đó xác định giá trị hợp lý theo phương pháp P/E là 37.100 đồng/cổ phiếu.

Hình 10: Định giá mục tiêu theo phương pháp P/E

Định giá theo phương pháp P/E	
P/E mục tiêu dựa trên các doanh nghiệp cùng ngành	9,1x
EPS trung bình dự phóng 2026-2027 (đồng/cổ phiếu)	4.082
Giá trị hợp lý (theo phương pháp P/E)	37.100

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Các công ty cùng ngành Thái Lan và Ấn Độ

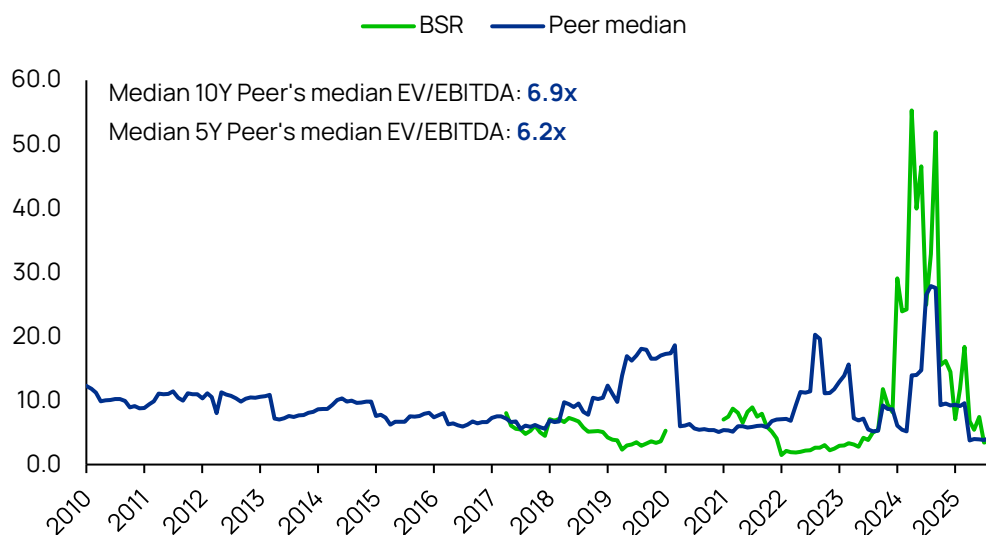
Hình 11: Các công ty cùng ngành Thái Lan và Ấn Độ

Tên công ty	Quốc gia	Công suất ('000 thùng/ngày)	VHTT (tỷ USD)	Doanh thu thuần (tỷ USD)	YoY %	LNST thuần (tỷ USD)	YoY %	Nợ vay ròng/CSH %	ROE %	Lợi suất cổ tức %	P/E thuần	Quý gần nhất P/B	EV/EBITDA
IRPC Pcl	Thái Lan	215	1,8	9,5	3	329	31	62,2	14,8	1,4	5,6	0,8	2,5
Star Petroleum Refining Pcl	Thái Lan	165	1,8	7,9	1	527	15	12,1	37,7	5,8	3,6	1,1	1,3
PTT Global Chemical Pcl	Thái Lan	261	6,7	16,9	-2	218	72	53,7	2,5	1,2	31,6	0,7	7,4
Chennai Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	257	2,1	7,2	7	351	1.349	8,3	32,1	3,9	6,6	1,8	3,2
Hindustan Petroleum Corp	Ấn Độ	340	7,9	49,8	2	2.044	168	80,4	30,9	5,4	4,2	1,2	3,8
Bharat Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	236	14,2	51,6	3	2.927	94	34,7	28,5	3,2	5,2	1,3	3,6
Trung bình		246	5,8	23,8	3	1.066	288	41,9	24,4	3,5	9,5	1,2	3,6
Trung vị		247	4,4	13,2	3	439	83	44,2	29,7	3,6	5,4	1,1	3,4
BSR	Việt Nam	148	6,1	6,8	30	757	726	-55,2	26,7	2,3	7,6	2,0	4,7

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 22/09/2026)

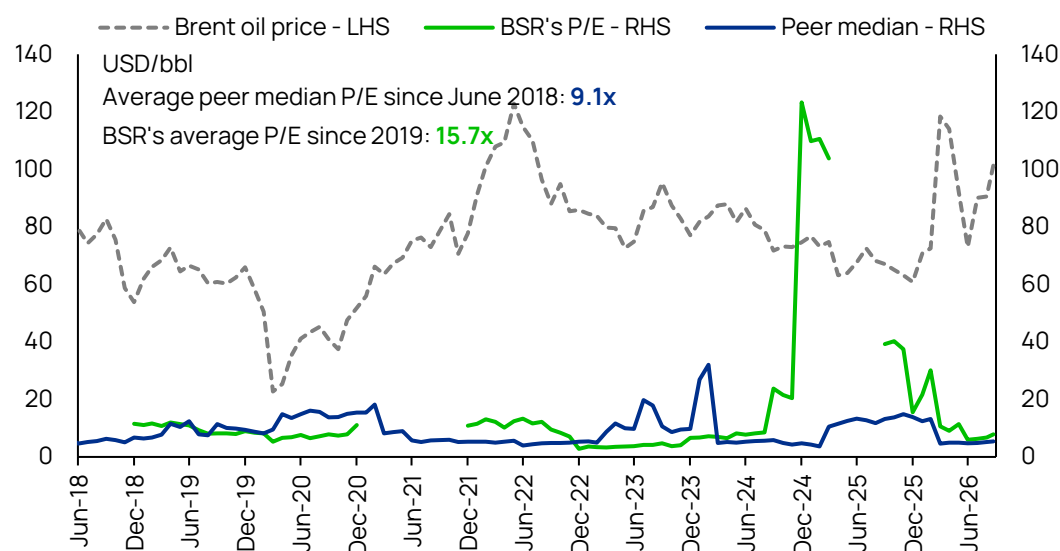
Chúng tôi tập trung vào định giá EV/EBITDA khi so sánh BSR với các công ty cùng ngành trong khu vực, do nhà máy của BSR còn tương đối mới (17 năm hoạt động). Ngoài ra, sự khác biệt trong chính sách khấu hao giữa các công ty và chu kỳ vốn đầu tư XDCB lớn của BSR trong 5 năm tới có thể làm sai lệch lợi nhuận và hệ số P/E của công ty. BSR chủ yếu sản xuất các sản phẩm truyền thống như xăng và dầu diesel, khác với các công ty cùng ngành trong khu vực có tham gia vào mảng hóa dầu với biên lợi nhuận cao hơn. BSR cũng đang hướng đến việc thâm nhập mảng hóa dầu thông qua dự án nâng cấp và mở rộng trong thời gian tới. Do đó, BSR sẽ 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 12)**, EV/EBITDA trung bình của trung vị các công ty cùng ngành Thái Lan và Ấn Độ là 6,9 lần trong giai đoạn 2016-2026.

Hình 12: EV/EBITDA của các công ty cùng ngành tại Thái Lan và Ấn Độ



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính từ ngày 31/12/2010 đến ngày 22/09/2026)

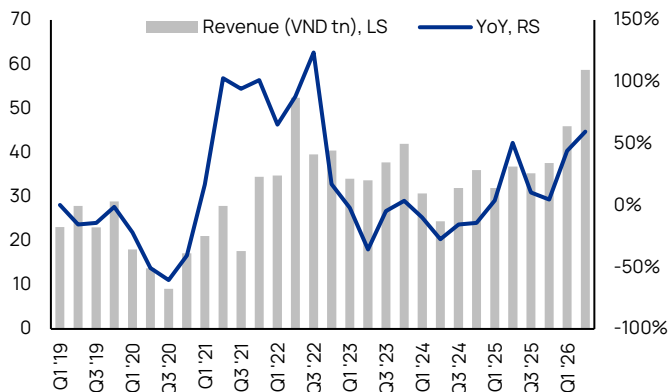
Hình 13: P/E so với các công ty cùng ngành của Thái Lan và Ấn Độ



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính từ ngày 30/06/2018 đến ngày 22/09/2026)

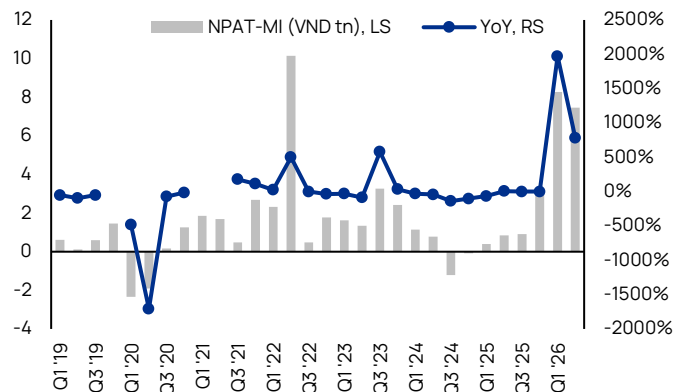
KQKD theo quý của BSR

Hình 14: Doanh thu theo quý, nghìn tỷ đồng



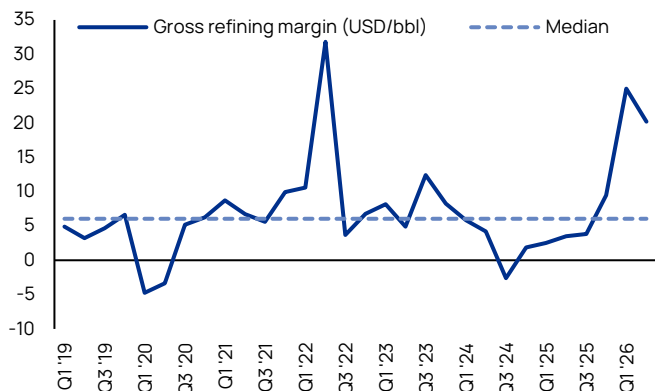
Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 15: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý, nghìn tỷ đồng *



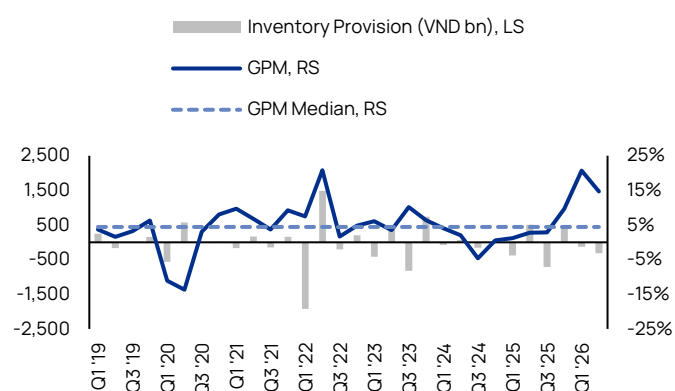
Nguồn: BSR, Vietcap (* N.M. khi so sánh với các khoản lỗ)

Hình 16: Biên lọc dầu gộp của BSR



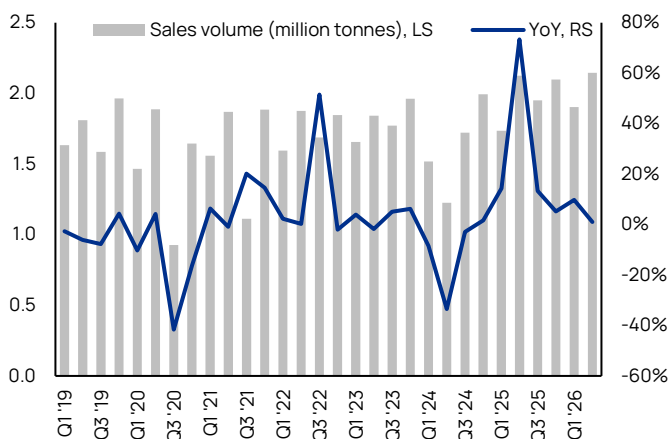
Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 17: Biên LN gộp (%) so với dự phòng hàng tồn kho (tỷ đồng)



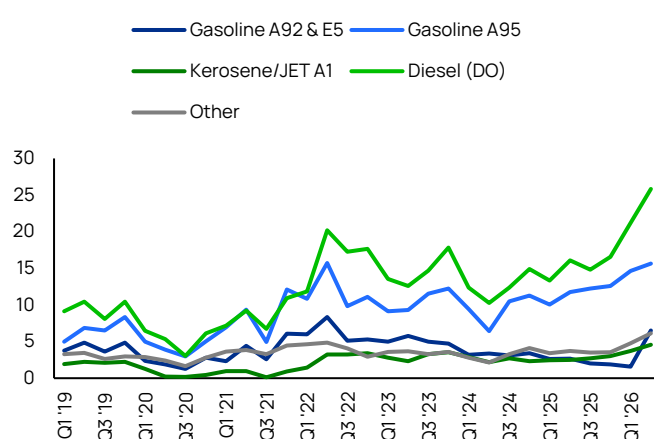
Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 18: Sản lượng thương phẩm của BSR



Nguồn: BSR, Vietcap

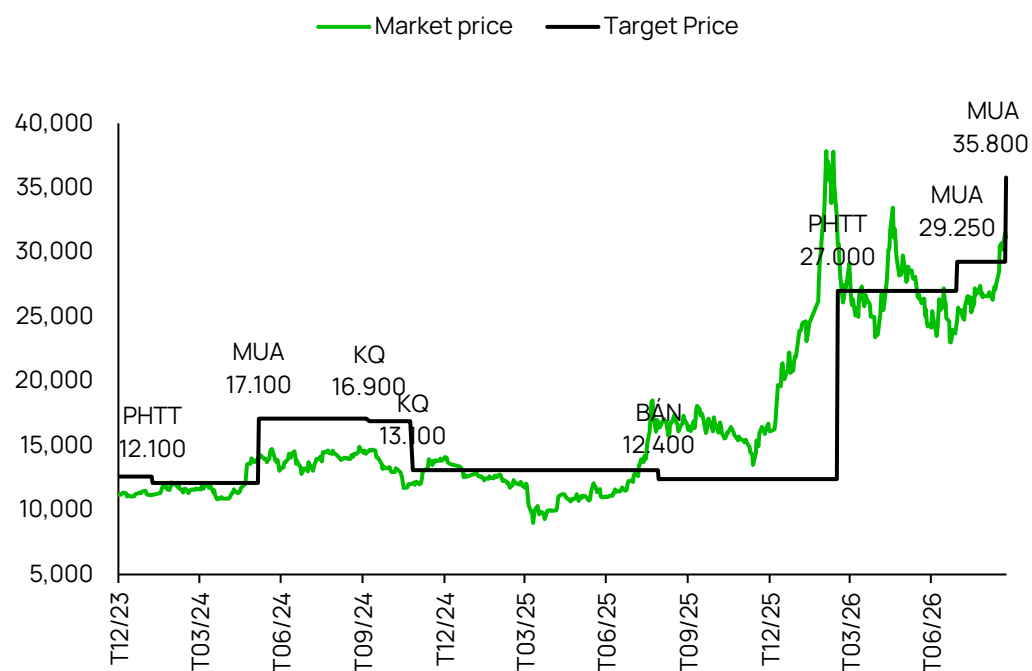
Hình 19: Giá bán trung bình theo sản phẩm của BSR so với giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: BSR, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

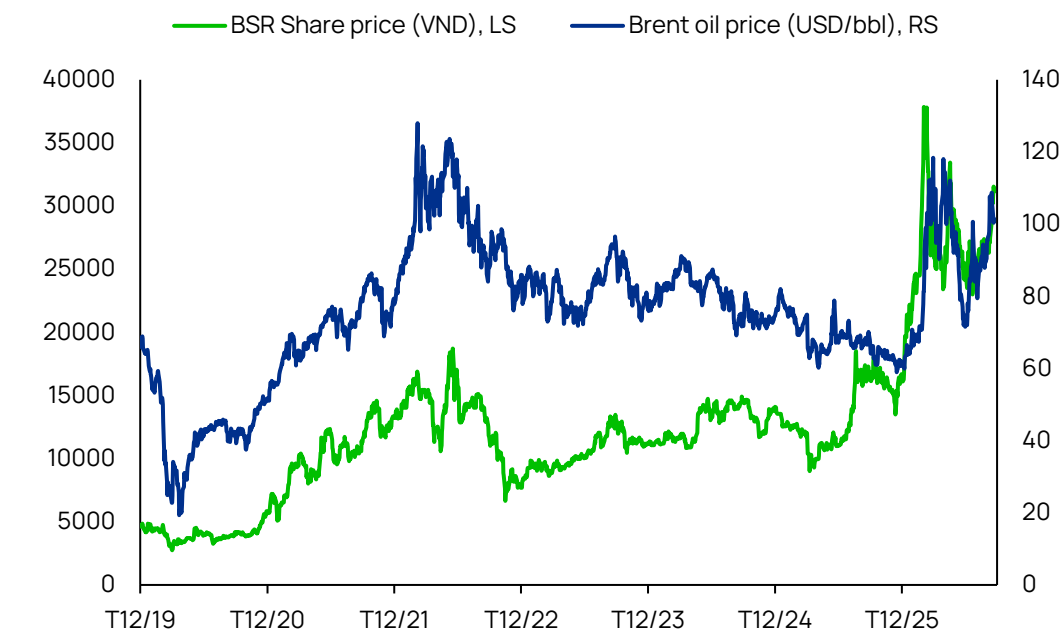
Hình 20: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

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

Hình 21: Giá cổ phiếu BSR so với giá dầu Brent



Nguồn: BSR, Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 22/09/2026)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	141.582	204.850	157.277	151.706
Giá vốn hàng bán	-135.468	-177.174	-138.352	-141.720
Lợi nhuận gộp	6.114	27.675	18.924	9.986
Chi phí bán hàng	-824	-1.229	-944	-910
Chi phí quản lí DN	-751	-1.024	-786	-759
Lợi nhuận từ HĐKD	4.538	25.422	17.194	8.318
Doanh thu tài chính	1.917	1.841	1.752	2.218
Chi phí tài chính	-481	-415	-340	-451
Trong đó, chi phí lãi vay	-274	-210	-340	-451
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
Lợi nhuận/chi phí khác	30	0	0	0
LNTT	6.005	26.848	18.606	10.084
Thuế TNDN	-788	-2.685	-1.861	-1.008
LNST trước CĐTS	5.217	24.163	16.745	9.076
Lợi ích CĐ thiểu số	-3	-15	-11	-6
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	5.214	24.148	16.735	9.070
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh	5.216	24.148	16.735	9.070
EBITDA	6.740	27.721	19.467	10.537
EPS báo cáo, VND	1.041	4.823	3.342	1.811
EPS điều chỉnh (1), VND	1.042	4.823	3.342	1.811
DPS báo cáo, VND	300	200	700	2.000
DPS/EPS báo cáo (%)	29%	4%	21%	110%
(1) EPS sau lỗ tỷ giá và thu nhập bất thường				

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Doanh thu	15,1%	44,7%	-23,2%	-3,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	N.M.	460,2%	-32,4%	-51,6%
Tăng trưởng LNTT	715,9%	347,1%	-30,7%	-45,8%
Tăng trưởng EPS	726,1%	363,2%	-30,7%	-45,8%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	4,3%	13,5%	12,0%	6,6%
Biên LN từ HĐ %	3,2%	12,4%	10,9%	5,5%
Biên EBITDA	4,8%	13,5%	12,4%	6,9%
Biên LN ròng trừ CĐTS	3,7%	11,8%	10,6%	6,0%
ROE	9,0%	33,6%	18,4%	8,9%
ROA	6,0%	23,9%	13,2%	6,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	38	31	43	38
Số ngày phải thu	34	30	42	37
Số ngày phải trả	35	26	36	31
TG luân chuyển tiền	37	35	49	43
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	3,0	3,0	3,8	4,3
CS thanh toán nhanh	2,4	2,4	3,2	3,8
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,7	1,4	1,8
Nợ/Tài sản	12,3%	14,5%	16,4%	22,3%
Nợ/Vốn sử dụng	14,8%	17,0%	18,6%	24,5%
Nợ/Vốn CSH	-55,0%	-50,9%	-51,8%	-47,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	16,6x	121,0x	50,6x	18,4x

BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	7.626	23.191	37.597	47.058
Đầu tư TC ngắn hạn	36.136	36.136	36.136	36.136
Các khoản phải thu	13.539	20.449	15.512	14.963
Hàng tồn kho	12.667	17.201	15.403	13.733
TS ngắn hạn khác	273	273	273	273
Tổng TS ngắn hạn	70.241	97.250	104.922	112.163
TS dài hạn (gộp)	47.521	47.611	47.741	47.841
- Khấu hao lũy kế	-36.229	-38.528	-40.801	-43.020
TS dài hạn (ròng)	11.292	9.083	6.940	4.821
Đầu tư TC dài hạn	9	9	9	9
TS dài hạn khác	3.599	10.629	25.409	35.402
Tổng TS dài hạn	14.901	19.722	32.358	40.233
Tổng Tài sản	85.142	116.972	137.280	152.395
Phải trả ngắn hạn	11.343	14.014	13.010	11.210
Nợ ngắn hạn	10.504	17.001	12.776	13.103
Nợ ngắn hạn khác	1.926	1.926	1.926	1.926
Tổng nợ ngắn hạn	23.773	32.941	27.712	26.239
Nợ dài hạn	0	0	9.794	20.812
Nợ dài hạn khác	856	856	856	856
Tổng nợ	24.630	33.798	38.362	47.907
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	7.414	30.060	45.793	51.358
Vốn khác	2.994	2.994	2.994	2.994
Lợi ích CĐTS	32	48	58	64
Vốn chủ sở hữu	60.513	83.174	98.918	104.488
Tổng cộng nguồn vốn	85.143	116.972	137.280	152.395
SL CP lưu hành cuối năm (tr)	5.007	5.007	5.007	5.007

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	28.995	7.626	23.191	37.597
Thu nhập ròng	5.214	24.148	16.735	9.070
Khấu hao	2.181	2.299	2.273	2.219
Thay đổi vốn lưu động	-970	-8.773	5.730	420
Điều chỉnh khác	-1.166	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	5.258	17.674	24.738	11.708
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-857	-7.119	-14.910	-10.093
Đầu tư, ròng	-20.806	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-21.662	-7.119	-14.910	-10.093
Cổ tức đã trả	-2	-1.502	-1.001	-3.505
Tăng (giảm) vốn	19.068	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-5.352	6.497	-4.225	327
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	9.794	11.018
Tiền từ các hoạt động TC khác	-19.068	15	11	6
Tiền từ hoạt động TC	-5.354	5.010	4.578	7.846
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-21.369	15.564	14.406	9.461
Tiền cuối năm	7.626	23.191	37.597	47.058

Nguồn: BSR, Dự báo của Vietcap

Phụ lục

Phụ lục 1: Mức thâm hụt sản phẩm lọc dầu dự kiến sẽ tiếp tục nới rộng, qua đó hỗ trợ duy trì crack spread ở mức cao

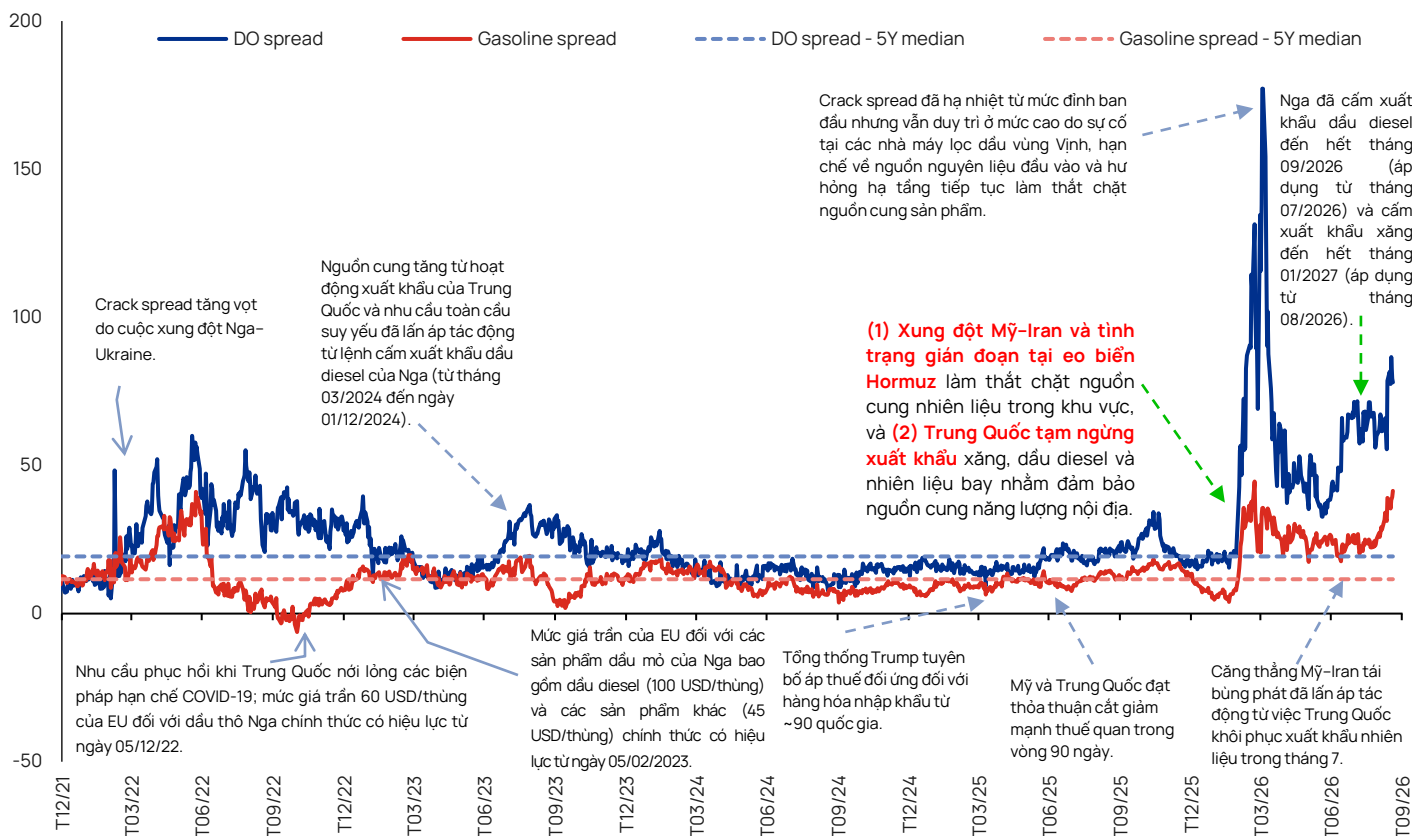
Thị trường lọc dầu đã duy trì trạng thái thắt chặt kể từ giữa năm 2021, khi nhu cầu đối với các sản phẩm lọc dầu phục hồi nhanh hơn nguồn cung sau khi các biện pháp hạn chế do COVID-19 được nới lỏng. Nguồn cung tiếp tục bị thu hẹp hơn do (1) xung đột Nga-Ukraine trong năm 2022, làm gián đoạn dòng chảy 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 ổn định, 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. Trong thời gian gần đây, 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 22: Tóm tắt diễn biến crack spread trung bình của Platts Singapore

USD/thùng	Quý 3/2026	QoQ	YoY	Quý 3/2026 s/v trung bình 2017-19	Quý 3/2026 s/v trung bình 2022	9T 2026	YoY
Xăng A92	25,1	1%	1,4x	4,3x	2,3x	21,4	2,3x
Xăng A95	26,7	-6%	1,2x	2,8x	1,9x	23,9	2,1x
Nhiên liệu phản lực A1	60,2	-4%	2,3x	4,9x	2,4x	55,5	3,5x
Dầu diesel (DO)	62,8	10%	2,2x	5,0x	2,1x	53,5	3,2x

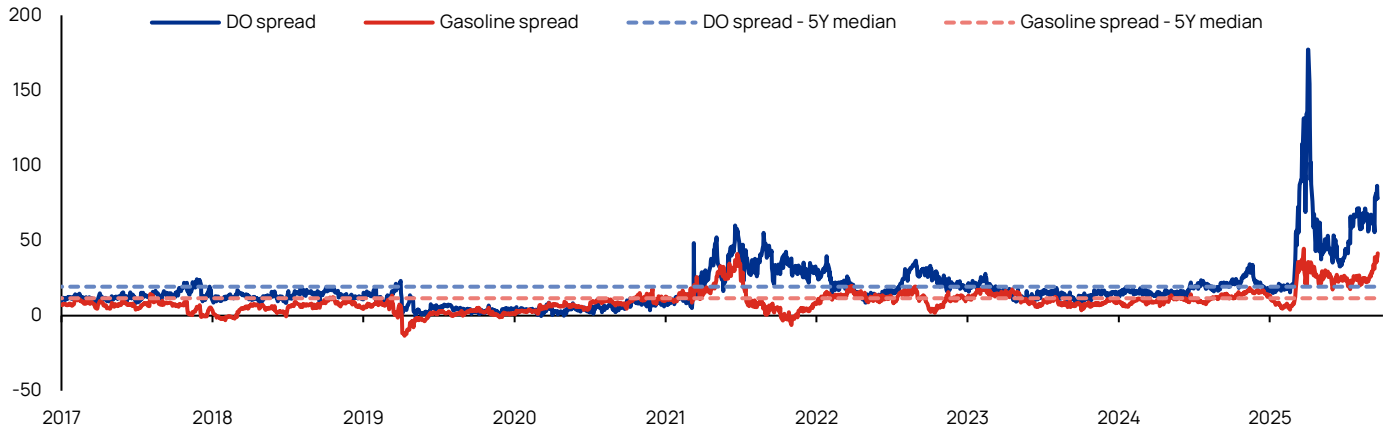
Nguồn: Bloomberg, Vietcap (*Trung bình cho đến nay; dữ liệu tính đến ngày 20/09/2026)

Hình 23: Tác động của các sự kiện lớn đối với crack spread xăng và dầu diesel của Platts Singapore (so với dầu Brent) (USD/thùng) (2022 - 20/09/2026)



Nguồn: BSR, Bloomberg, Vietcap

Hình 24: Crack spread dầu diesel và xăng của Platts Singapore (so với dầu Brent) (USD/thùng)



Nguồn: BSR, Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính từ ngày 31/12/2017 đến ngày 20/09/2026)

Thị trường lọc dầu dự kiến tiếp tục thắt chặt trong năm 2026: Dựa trên dự báo tháng 9/2026 của IEA, chúng tôi ước tính khoảng cách cung – cầu sản phẩm lọc dầu toàn cầu sẽ nới rộng lên mức 3,6 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (so với 2,5 triệu thùng/ngày trong năm 2025). Mức này thấp hơn một chút so với mức 3,9 triệu thùng/ngày trong báo cáo tháng 7/2026 của chúng tôi, do mức sụt giảm nguồn cung (-2,6 triệu thùng/ngày YoY) từ các gián đoạn kéo dài đối với dòng vận chuyển sản phẩm qua Eo biển Hormuz và việc các nhà máy lọc dầu tại Trung Đông và Nga ngừng hoạt động, một phần được bù đắp bởi mức suy giảm nhu cầu sâu hơn (nhu cầu sản phẩm lọc dầu -1,5 triệu thùng/ngày YoY).

Mức thâm hụt 3,6 triệu thùng/ngày trong năm 2026 tương đương khoảng 113% mức thiếu hụt 3,2 triệu thùng/ngày ghi nhận trong năm 2022, cho thấy crack spread có thể tăng mạnh. 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, các tác động này mang tính trực tiếp hơn và đã dẫn đến một cú sốc nguồn cung tập trung 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, qua đó cho thấy crack spread tại châu Á có thể vượt trội so với các mức chuẩn toàn cầu trong những giai đoạn gián đoạn nghiêm trọng.

Hình 25: Cán cân cung cầu sản phẩm lọc dầu toàn cầu (triệu thùng/ngày)

Triệu thùng/ngày	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F
Cán cân sản phẩm lọc dầu										
Nhu cầu sản phẩm lọc dầu	84,4	84,5	75,7	85,1	83,1	85,4	85,6	86,4	84,9	87,1
Nguồn cung sản phẩm lọc dầu*	82,5	82,0	74,8	77,8	79,9	82,3	82,9	83,9	81,3	84,8
Chênh lệch cung cầu tương ứng	-1,9	-2,5	-0,9	-7,3	-3,2	-3,1	-2,7	-2,5	-3,6	-2,3
Thay đổi YoY (triệu thùng/ngày)										
Nhu cầu sản phẩm lọc dầu	0,6	0,1	-8,8	9,3	-2,0	2,3	0,2	0,8	-1,5	2,2
Nguồn cung sản phẩm lọc dầu	1,7	-0,5	-7,2	3,0	2,1	2,4	0,6	1,0	-2,6	3,5

Nguồn: IEA, Vietcap ước tính (* thước đo theo sản lượng dầu thô chế biến của các nhà máy lọc dầu toàn cầu) (dự báo của IEA tính đến tháng 9/2026)

Dù IEA dự báo mức thâm hụt sẽ thu hẹp về 2,3 triệu thùng/ngày trong năm 2027 (so với 2,4 triệu thùng/ngày trong báo cáo tháng 7/2026 của chúng tôi) khi nguồn cung từ các nhà máy lọc dầu phục hồi (+3,5 triệu thùng/ngày YoY), chúng tôi cho rằng thị trường nhiều khả năng vẫn sẽ duy trì trạng thái thắt chặt, do quá trình phục hồi cơ sở hạ tầng hạ nguồn (bao gồm các nhà máy lọc dầu) tại Trung Đông có thể mất đến 36 tháng và công suất chế biến của các nhà máy lọc dầu Nga vẫn bị suy giảm.

Phụ lục 2: Thị trường sản phẩm lọc dầu tiếp tục thắt chặt trong năm 2027, qua đó hỗ trợ crack spread

Theo Rystad Energy, chi phí sửa chữa ước tính đã tăng lên mức 34–58 tỷ USD. Cơ sở hạ tầng hạ nguồn và chế biến chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng thiệt hại (tối đa 58 tỷ USD), với chi phí sửa chữa ước tính lên đến 24 tỷ USD, tương đương 42% tổng ước tính chi phí khôi phục ở mức cao của Rystad Energy. Do quá trình sửa chữa có thể kéo dài đến 36 tháng, công suất hạ nguồn có thể vẫn bị ảnh hưởng ngay cả sau khi sản lượng dầu thô phục hồi, qua đó khiến thị trường sản phẩm lọc dầu tiếp tục thắt chặt.

IEA nhấn mạnh rằng việc mất đi nguồn xuất khẩu từ Vịnh Ba Tư (Persian Gulf) chủ yếu sẽ tạo ra 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.

Xung đột Nga–Ukraine làm trầm trọng thêm tình trạng thiếu hụt sản phẩm lọc dầu. Nga vẫn là nước xuất khẩu lớn đối với dầu diesel và các sản phẩm lọc dầu khác. Nga và khu vực vùng Vịnh cùng chiếm gần 45% hoạt động thương mại dầu diesel bằng đường biển toàn cầu trước khi hai cuộc xung đột leo thang (Reuters). Các cuộc tấn công của Ukraine nhằm vào cơ sở hạ tầng lọc dầu của Nga đã khiến một nguồn cung sản phẩm lớn khác bị gián đoạn, với 24 trong số 34 nhà máy lọc dầu lớn của Nga được cho là đã bị tấn công trong 8T 2026. Công suất chế biến của các nhà máy lọc dầu giảm xuống khoảng 3,9 triệu thùng/ngày vào đầu tháng 7 (-26% YoY). Ngoài ra, Nga đã áp lệnh cấm xuất khẩu dầu diesel từ ngày 08/07 đến ngày 30/09/2026 (hiện đang thảo luận việc gia hạn đến hết tháng 10), trong khi lệnh cấm xuất khẩu xăng vẫn được duy trì đến hết tháng 1/2027.

Trong khi đó, việc đa dạng hóa nguồn dầu thô giúp các nhà máy lọc dầu châu Á duy trì công suất chế biến nhưng đi kèm chi phí cao hơn và không thể bù đắp hoàn toàn cho phần công suất lọc dầu bị mất. Các nguồn dầu thay thế từ Mỹ, Tây Phi, Mỹ Latinh và Canada thường đòi hỏi hành trình vận chuyển dài hơn, chi phí vận tải và vốn lưu động cao hơn, trong khi sự khác biệt về chất lượng dầu thô có thể khiến cơ cấu nguyên liệu và hiệu suất thu hồi sản phẩm của nhà máy kém tối ưu hơn. Do đó, dù việc đa dạng hóa rõ dầu thô đã giúp các nhà máy lọc dầu châu Á duy trì hoạt động, điều này không thể thay thế hoàn toàn phần công suất lọc dầu và lượng sản phẩm xuất khẩu bị mất, qua đó hỗ trợ crack spread duy trì ở mức cao cho đến khi công suất bị hư hại và hoạt động logistics trong khu vực trở lại bình thường.

Phụ lục 3: Dư cung dầu thô dự kiến trong năm 2027 sẽ hỗ trợ crack spread năm 2027 duy trì ở mức thuận lợi

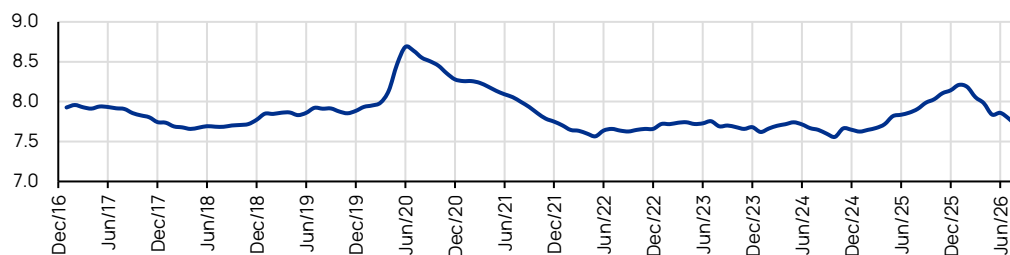
Thị trường dầu thô toàn cầu được dự báo sẽ chuyển từ trạng thái thâm hụt 0,8 triệu thùng/ngày trong năm 2026 sang dư cung 4,1 triệu thùng/ngày trong năm 2027 (hàm ý tăng trưởng nguồn cung dầu thô vượt tăng trưởng nhu cầu 4,9 triệu thùng/ngày YoY). Điều này tạo ra sự bất cân xứng có lợi cho các nhà máy lọc dầu: nguồn cung dầu thô cao hơn có thể giúp giảm chi phí nguyên liệu đầu vào, trong khi công suất lọc dầu bị hạn chế khiến nguồn cung sản phẩm lọc dầu tiếp tục thắt chặt, qua đó hỗ trợ crack spread duy trì ở mức cao.

Hình 26: Cán cân cung cầu dầu thô toàn cầu (triệu thùng/ngày)

Triệu thùng/ngày	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Cán cân dầu thô toàn cầu										
Tổng nhu cầu toàn cầu*	99,3	100,3	91,8	97,4	99,8	102,0	103,3	104,4	101,9	104,5
Tổng nguồn cung toàn cầu	100,0	100,5	93,9	95,3	99,9	102,3	103,1	106,3	100,6	108,6
Chênh lệch cung cầu tương ứng	0,7	0,2	2,1	-2,1	0,1	0,3	-0,2	1,9	-0,8	4,1
Thay đổi YoY (triệu thùng/ngày)										
Tổng nhu cầu toàn cầu*	1,5	1,0	-8,5	5,6	2,4	2,2	1,3	1,1	-2,5	2,6
Tổng nguồn cung toàn cầu	2,7	0,5	-6,6	1,4	4,6	2,4	0,8	3,2	-5,7	8,0

Nguồn: IEA, Vietcap ước tính (*bao gồm dầu thô cho các nhà máy lọc dầu, nhiên liệu sinh học & khác) (dự báo của IEA tính đến tháng 9/2026)

Hình 27: Tồn kho dầu toàn cầu (bao gồm dầu thô, sản phẩm lọc dầu và các loại khác, tỷ thùng)



Nguồn: IEA, Kayrros, Kpler, FEDCom/S&P Global Platts, Enterprise Singapore (Dữ liệu tính đến tháng 8/2026)

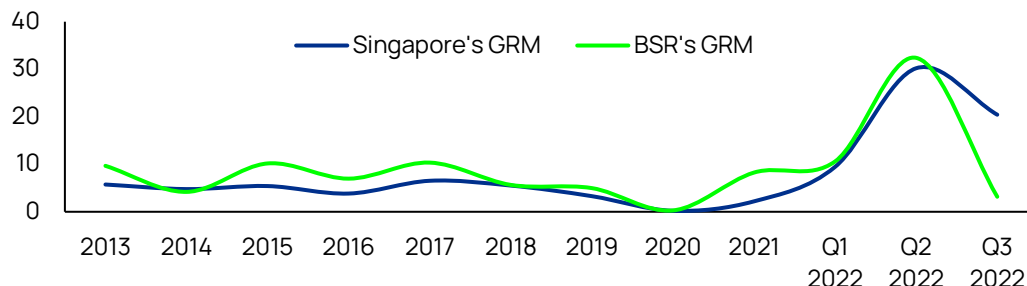
Phụ lục 4: Biên lọc dầu gộp của BSR

Lợi thế về thuế của BSR giúp tăng biên lọc dầu gộp (GRM) 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 cho rằng 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, qua đó thúc đẩy GRM của công ty (**Hình 28**).

GRM của BSR đạt mức cao kỷ lục 13,5 USD/thùng vào năm 2022, nhờ crack spread trong khu vực tăng vọt, được thúc đẩy bởi xung đột Nga-Ukraine từ quý 2/2022. BSR được hưởng lợi từ tình hình 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 29).

Hình 28: Biên lợi dầu gộp của BSR và Singapore (USD/thùng) (2013-Quý 3/2022) *



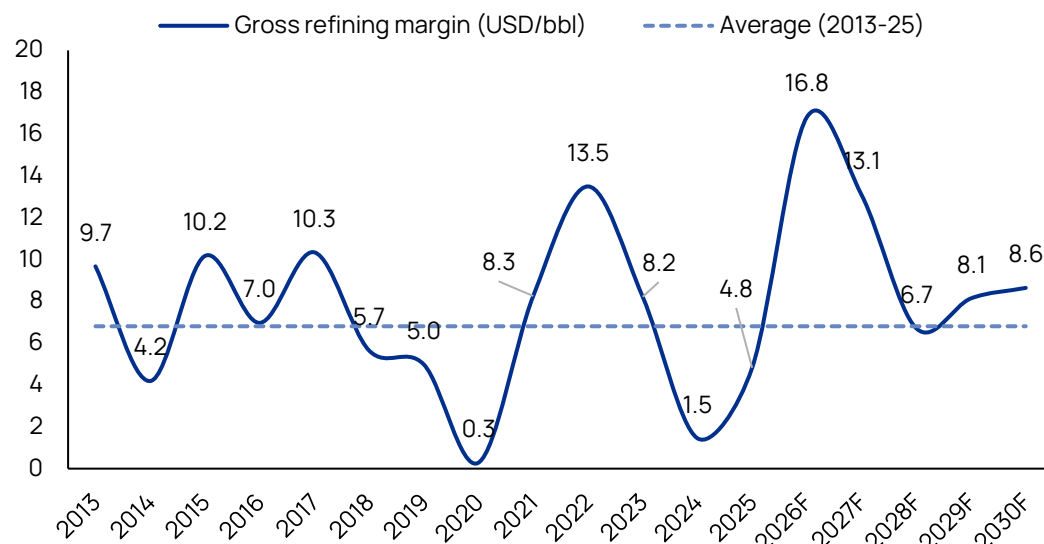
Nguồn: Bloomberg, BSR, Vietcap ước tính (* Dữ liệu GRM không còn khả dụng kể từ quý 4/2022)

Chúng tôi dự báo GRM của BSR sẽ tăng mạnh lên mức 16,8 USD/thùng trong năm 2026, 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 7–9 USD/thùng trong giai đoạn 2028–2030 khi biên lợi nhuận lọc dầu dần bình thường hóa từ mức nền cao.

Trong dài hạn, chúng tôi dự báo GRM sẽ duy trì cao hơn mức trung bình lịch sử trong giai đoạn 2029–2030, nhờ được hỗ trợ bởi dự án nâng cấp và 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 phản lực và xăng RON95) và việc áp dụng xăng phối trộn nhiên liệu sinh học, yếu tố giúp gia tăng thêm biên lợi nhuận (

Hình 29).

Hình 29: Biên lọc dầu gộp của BSR (USD/thùng) giai đoạn 2013-2030F



Nguồn: BSR, Vietcap

Lộ trình chuyển đổi của Việt Nam sang xăng phối trộn nhiên liệu sinh học (tức E10 RON95) sẽ hỗ trợ biên lọc dầu gộp (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 có hiệu lực từ ngày 01/06/2026, trong khi xăng 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 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 3/2026, 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 m³/tháng. Trong đó, PLX chiếm 508.000 m³/tháng (53% tổng công suất toàn quốc) và OIL chiếm 125.000 m³/tháng (13%), trong khi OIL đang đặt mục tiêu mở rộng lên mức 275.000 m³/tháng.
- Theo BSR, công suất phối trộn E10 tối đa của công ty là 300.000 m³/tháng (thấp hơn PLX nhưng cao hơn OIL). Tuy nhiên, các doanh nghiệp trong ngành cho biết BSR hiện có sự hiện diện còn 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 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 5: Dự án nâng cấp và mở rộng

Vào tháng 1/2025, 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 03/05/2025, 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 15/07/2025, 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 01/01/2026, BSR đã ký hợp đồng với PETROCONS cho gói san lấp mặt bằng và chuẩn bị mặt bằng của dự án.

Ngày 09/07/2026, HĐQT của BSR đã phê duyệt liên danh China Chengda Engineering Co., Ltd. và Beijing Petrochemical Engineering Co., Ltd. là nhà thầu trúng thầu cho gói EPC của dự án, với giá trị trúng thầu 988,8 triệu USD. Việc phê duyệt này cho phép dự án chuyển sang giai đoạn triển khai EPC.

Trước đây, BSR kỳ vọng giai đoạn EPC sẽ kéo dài khoảng 37 tháng. Dựa trên việc trao gói EPC vào tháng 7/2026, chúng tôi ước tính dự án có thể hoàn thành vào khoảng cuối quý 3/2029, muộn hơn một chút so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi là quý 1/2029.

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 ở mức 1,49 tỷ USD. Chúng tôi cho rằng mức sinh lời cao hơn này đến từ sự tự tin cao hơn vào crack spread dài hạn, cũng như 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 30: Công suất thiết kế mới theo sản phẩm 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
Chế biến dầu thô	thùng/ngày	148.000	171.000	171.000	192.000
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 phản lực 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 31: Mục tiêu của dự án nâng cấp và mở rộng

	Mục tiêu	Nhận định
Nâng cấp	Sản phẩm xăng dầu đáp ứng tiêu chuẩn EURO 5	Theo kế hoạch của Chính phủ, Việt Nam có kế hoạch áp dụng tiêu chuẩn EURO 5 trong dài hạn.
	Đa dạng hóa nguồn dầu thô	Ổn định nguồn cung đầu vào là chìa khóa cho hoạt động sản xuất dài hạn của BSR.
Mở rộng	Thêm 15% công suất	Tăng trưởng sản lượng cho hầu hết các loại sản phẩm dầu.

Nguồn: BSR, Vietcap

Phụ lục 6: Đề xuất mở rộng công suất lọc hóa dầu của Việt Nam

Tổ hợp lọc hóa dầu và kho dự trữ dầu 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 đánh giá 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 thực hiện Quy hoạch Tổng thể về Năng lượng Quốc gia của Việt Nam (ban hành vào tháng 4/2024) với mục tiêu xây dựng trong giai đoạn 2026-2030. PVN kỳ vọng sẽ nhận được phê duyệt quyết định đầu tư của dự án và lựa chọn các nhà thầu thiết kế, mua sắm và xây dựng (EPC) vào năm 2027/2028.

Hình 32: Tổng công suất của tổ 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. - Công suất chế biến: (1) 12-13 triệu tấn dầu thô/năm; (2) 0,66 triệu tấn condensate/năm. - Sản phẩm: (1) 7-9 triệu tấn sản phẩm xăng dầu/năm; 2-3 triệu tấn hóa dầu/năm.	Trong giai đoạn 2, nhà máy sẽ điều chỉnh để tăng tỷ trọng sản xuất hóa dầu. - Công suất chế biến: Giống như giai đoạn 1 - Sản phẩm: (1) 3-5 triệu tấn sản phẩm xăng dầu/năm; (2) 5,5-7,5 triệu tấn hóa dầu/năm.
Kho dự trữ quốc gia	Cơ sở này sẽ lưu trữ dầu thô và các sản phẩm xăng dầu để đảm bảo dự trữ quốc gia. - Công suất lưu trữ dầu thô: 1 triệu tấn/năm. - Công suất lưu trữ sản phẩm xăng dầu: 500.000 m3.	

Nguồn: Bộ Công Thương, Vietcap

Cà Mau đề xuất tổ hợp lọc hóa dầu mới công suất 7 triệu tấn, tương đương công suất hiện tại của BSR

Hình 33: Các giai đoạn phát triển đề xuất của tổ hợp lọc hóa dầu Cà Mau

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. - Công suất chế biến: 3 triệu tấn/năm (tương đương 65.000 thùng/ngày) - Nguyên liệu dầu thô: khoảng 50% dầu thô Trung Đông / khoảng 50% dầu thô Nam Mỹ, hoặc các loại dầu tương đương - Sản phẩm chính: LPG, propylene, polypropylene, xăng, nhiên liệu phản lực Jet A-1/kerosene, dầu diesel, dầu nhiên liệu, lưu huỳnh. Cơ cấu sản phẩm cuối cùng sẽ được xác định trong giai đoạn lập pre-FS/FS và thiết kế	Trong giai đoạn 2, nhà máy sẽ tăng tỷ trọng công suất sản xuất hóa dầu. - Công suất chế biến: 7 triệu tấn/năm (155.000 thùng/ngày) - Nguyên liệu dầu thô: Giống giai đoạn 1 - Sản phẩm chính: Giống giai đoạn 1.

Nguồn: Truyền thông địa phương, Vietcap

Ngày 15/09/2026, UBND tỉnh Cà Mau đã đề xuất Bộ Công Thương bổ sung tổ hợp lọc hóa dầu tại KCN Tân Thuận (tỉnh Cà Mau) vào Quy hoạch Tổng thể về Năng lượng Quốc gia điều chỉnh. Tổ hợp dự kiến được phát triển theo hai giai đoạn: Giai đoạn 1 với công suất 3 triệu tấn/năm và Giai đoạn 2 nâng tổng công suất lên 7 triệu tấn/năm, với thời gian triển khai dự kiến trong giai đoạn 2026-2030.

Theo chúng tôi, đề xuất này vẫn đang ở giai đoạn rất sơ khai, chưa công bố vốn đầu tư XDCB hay kế hoạch chi tiết. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đề xuất tổ hợp tại Cà Mau cho thấy kỳ vọng của các nhà hoạch định chính sách về tăng trưởng bền vững của nhu cầu xăng dầu trong nước cũng như nhu cầu mở rộng công suất lọc dầu trong nước và tăng cường an ninh năng lượng, thay vì bảo hiệu áp lực cạnh tranh gia tăng đáng kể.

Giả định tổ hợp Cà Mau đi vào hoạt động vào năm 2030 với hiệu suất 100%, chúng tôi ước tính tổ hợp này có thể đáp ứng 21,6% nhu cầu xăng dầu dự báo của Việt Nam, bên cạnh 27% từ BSR sau khi mở rộng và 39% từ Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn, phần còn lại 12,4% sẽ được đáp ứng bằng nhập khẩu ròng.

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, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

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 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.