TỔNG CÔNG TY LỌC HÓA DẦU VIỆT NAM

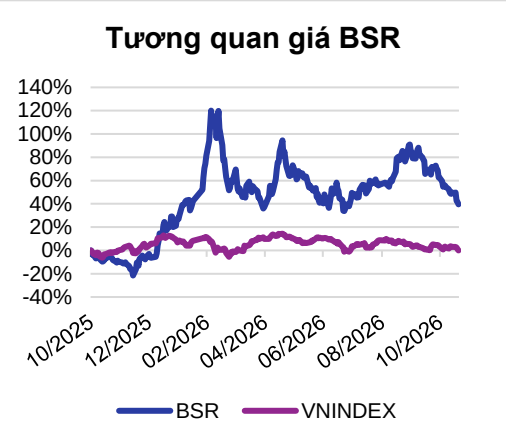
HOSE: BSR

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

Ngành: Dầu khí

Giá mục tiêu	**26.345**
Giá hiện tại	23.000
Lợi nhuận kỳ vọng	***14,5%***

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Thông tin giao dịch GMD (25/11/2026)	
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	53.600
Giá cao nhất 52W	39.160
Giá thấp nhất 52W	13.350
Số lượng CP niêm yết	5.007.299.686
Số lượng CP lưu hành	5.007.299.686
Sở hữu nước ngoài	1,57%
KLBQ 52W (cp)	13.932.731
EPS (vnd/cp)	5.584
P/E	4,31x
P/B	1,44x
Vốn hóa (tỷ đồng)	120.425,56

(*)EPS theo BCKQKD 4 quý gần nhất

Analyst: Thạch Ngọc Trung

trungtn@vixs.com

*Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** đối với Tổng công ty Lọc hóa dầu Việt Nam (BSR). Kết quả kinh doanh 9T/2026 ghi nhận sự tăng trưởng mạnh với doanh thu thuần 164.217 tỷ đồng (+58,0% svck) và LNST hợp nhất 24.902 tỷ đồng (+1.055,7% svck). Ước tính cả năm 2026, doanh thu thuần và LNST hợp nhất lần lượt đạt 218.027 tỷ đồng (+54% svck) và 32.066 tỷ đồng (+514% svck). Tuy nhiên, trong bối cảnh giá xăng trong nước đang giảm trong thời gian gần đây, biên lợi nhuận của BSR trong quý 4 có thể sẽ thu hẹp lại. Ngoài ra, doanh thu và lợi nhuận tăng đột biến trong năm 2026 tạo nền so sánh cao, khiến BSR khó duy trì tốc độ tăng trưởng tương tự trong các năm tiếp theo.*

Cập nhật kết quả kinh doanh:

- **Doanh thu và lợi nhuận Q4/2026 duy trì tăng trưởng tích cực dù biên lọc xăng thu hẹp**

  Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST Q4/2026 của BSR lần lượt đạt 53.810 tỷ đồng (+43% svck) và 7.228 tỷ đồng (+136% svck). Bình quân hai tháng 10 và 11/2026, biên lọc hai loại xăng giảm khoảng 20 - 28% so với Q3/2026 nhưng vẫn cao hơn cùng kỳ, trong khi biên lọc diesel và Jet A1 duy trì ở mức 58 - 60 USD/thùng. Diễn biến này được kỳ vọng duy trì khả năng sinh lời tích cực của BSR trong Q4/2026, dù tốc độ tăng trưởng lợi nhuận chậm lại so với Q3/2026.

- **KQKD 3/2026 khởi sắc, lợi nhuận sau thuế gấp gần 10 lần cùng kỳ**

  BSR ghi nhận doanh thu thuần Q3/2026 đạt 59.581 tỷ đồng (+68,83% svck) và LNST đạt 8.969 tỷ đồng (+887% svck). Giá dầu Brent duy trì quanh mức 96 USD/thùng, cùng với chênh lệch giá sản phẩm lọc dầu so với dầu thô đầu vào (crack spread) ở mức cao, góp phần hỗ trợ lợi nhuận tăng nhanh hơn doanh thu.

Sản lượng sản xuất và tiêu thụ lần lượt tăng 1,98% và 4,1% svck, với mức hoàn thành kế hoạch năm đạt 78%.

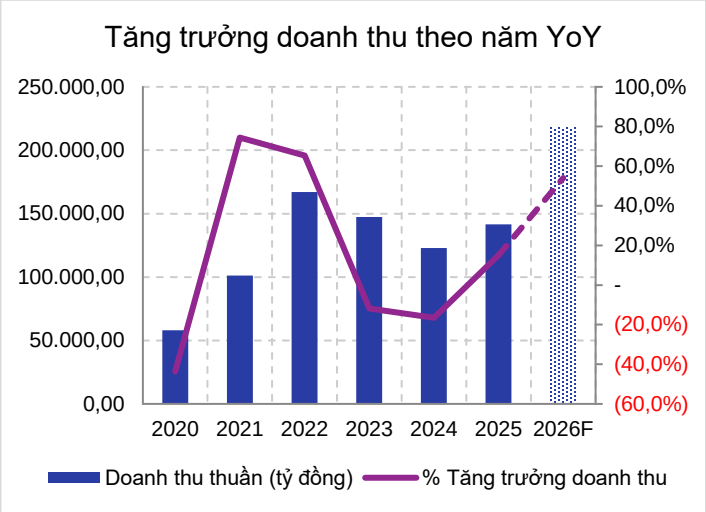
- **Chênh lệch giá diesel và nhiên liệu bay hỗ trợ biên lợi nhuận gộp**

  Biên lợi nhuận gộp 9 tháng tăng từ 2,32% lên 17,02%, tương ứng tăng 14,70 điểm phần trăm. Trong quý 3, chênh lệch giá thị trường so với dầu thô bình quân đạt 58,15 USD/thùng đối với diesel DO 0,05%S và 55,39 USD/thùng đối với Jet A1. Ở nhóm xăng, Mogas 95 và Mogas 92 lần lượt đạt 25,08 và 20,92 USD/thùng. Theo BSR, chênh lệch giá sản phẩm mở rộng cùng việc vận hành nhà máy ở mức bình quân 123% công suất thiết kế trong 9 tháng đã hỗ trợ hiệu quả lọc dầu.

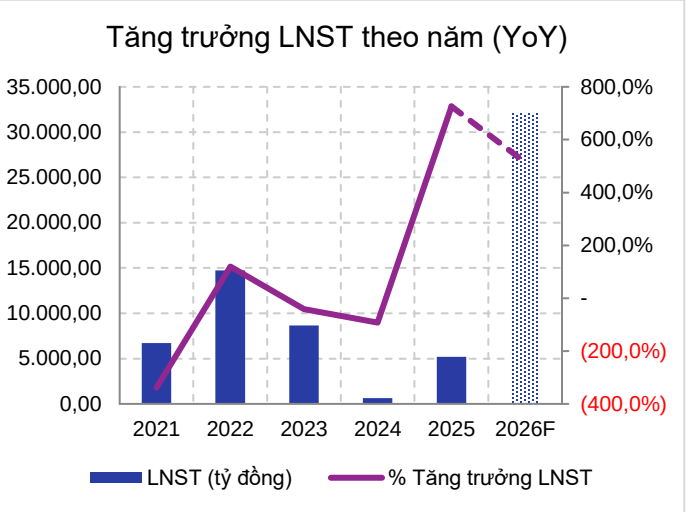
- **Chỉ tiêu tài chính**

  Cơ cấu tài chính lành mạnh, đòn bẩy tài chính giảm: Cuối Q3/2026, tổng tài sản của BSR đạt 120.134 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn chiếm 88,7%. Hệ số thanh toán nhanh đạt 2,36 lần, tăng từ 2,21 lần cùng kỳ, phản ánh khả năng thanh toán ngắn hạn duy trì ở mức cao. Tổng nợ vay đạt 13.525 tỷ đồng, tương đương 11,3% tổng tài sản, trong khi tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu giảm từ 0,25 lần xuống 0,16 lần. Nợ phải trả ngắn hạn đạt 35.766 tỷ đồng, chiếm 97,7% tổng nợ phải trả.

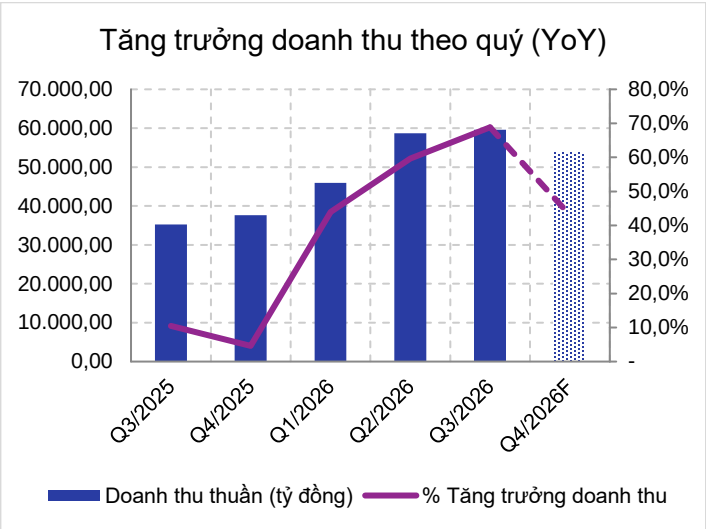
  Hiệu quả sinh lời được hỗ trợ bởi tăng trưởng lợi nhuận: ROA (TTM) và ROE (TTM) của BSR tại Q3/2026 lần lượt đạt 27,4% và 39,7%, tăng đáng kể so với mức 2,4% và 3,7% cùng kỳ. Sự cải thiện này chủ yếu đến từ LNST hợp nhất trong 4 quý gần nhất tăng mạnh, đạt 27.964 tỷ đồng, qua đó nâng cao khả năng sinh lời trên tổng tài sản và vốn chủ sở hữu.



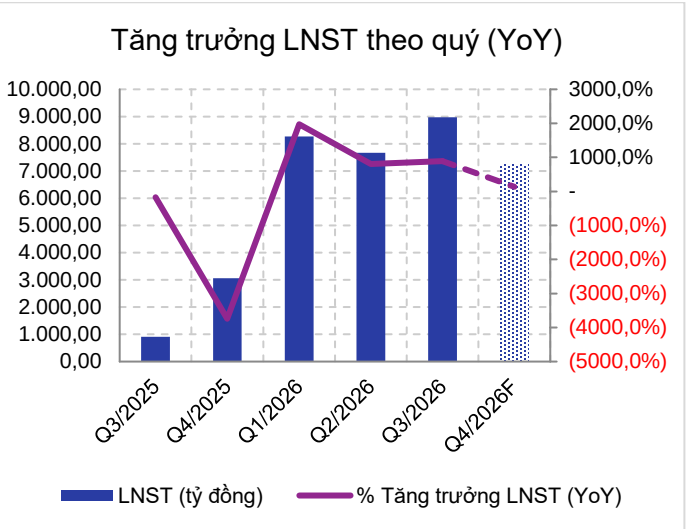
Nguồn: BSR, VIX dự phóng



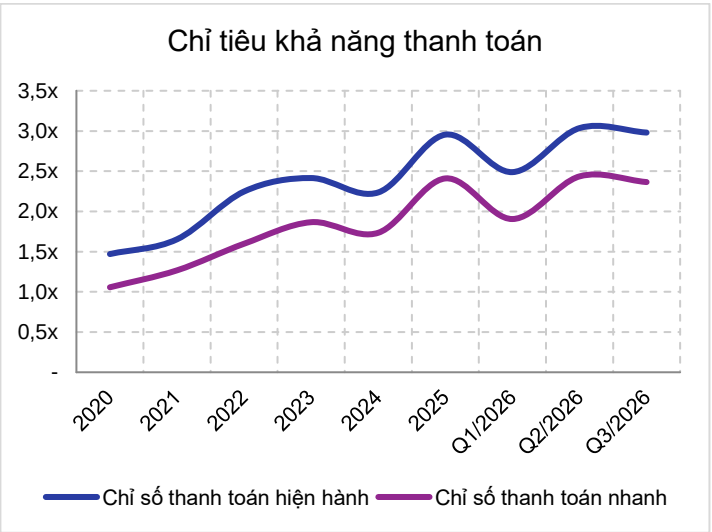
Nguồn: BSR, VIX dự phóng



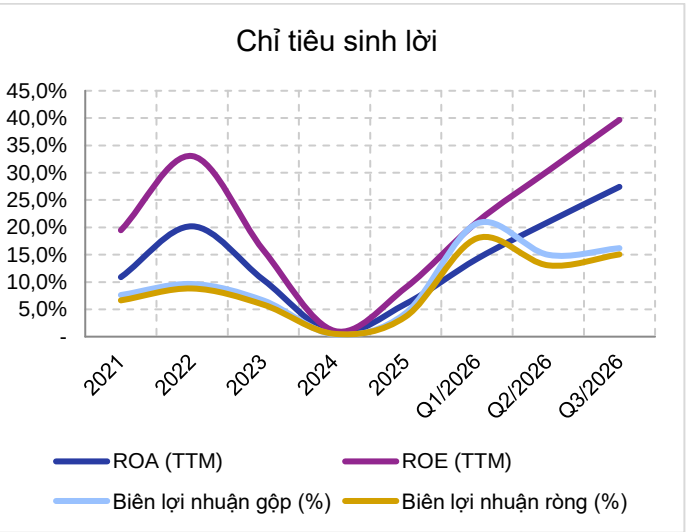
Nguồn: BSR, VIX dự phóng



Nguồn: BSR, VIX dự phóng



Nguồn: BSR



Nguồn: BSR

Định giá

Định giá BSR sẽ được xác định dựa trên dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2027 - 2031, kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE khi có đủ giả định. Giá trị hợp lý dự kiến đạt 26.345 đồng/cổ phiếu, tương ứng tỷ suất sinh lời kỳ vọng 14,5%.

DCF Valuation	Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị (tỷ đồng)
	FCFF	50%	135.115
	FCFE	50%	128.722
	Số lượng cổ phiếu		5.007,30
	Giá mục tiêu (vnd)		**26.345**

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

	Đơn vị	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1. Hiệu quả hoạt động								
Hệ số vòng quay tài sản	Lần	1,93	1,06	1,65	2,30	1,79	1,41	1,63
Hệ số vòng quay vốn CSH	Lần	3,14	1,78	2,95	3,77	2,72	2,18	2,44
Hệ số vòng quay khoản phải thu khách hàng	Lần	11	7	10	11	10	10	11
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	33	55	38	32	37	38	32
Hệ số vòng quay HTK	Lần	11	7	10	11	8	8	9
Thời gian trung bình xử lý HTK	Ngày	33	51	37	33	43	47	39
Hệ số vòng quay khoản phải trả nhà cung cấp	Lần	15,13	8,55	11,35	12,44	9,35	8,42	10,49
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	Ngày	24	43	32	29	39	43	35
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	Ngày	42	63	42	36	41	42	36
Chỉ số thanh toán hiện hành	Lần	2,1	1,5	1,7	2,2	2,4	2,2	3,0
Chỉ số thanh toán nhanh	Lần	1,3	1,1	1,1	1,6	1,9	1,8	2,4
2. Sức khỏe tài chính								
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên tổng tài sản	%	2%	18%	15%	11%	13%	18%	12%
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên VCSH	%	3%	32%	26%	17%	19%	29%	17%
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên tổng tài sản	%	10%	5%	1%	0%	0%	0%	0%
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên VCSH	%	15%	10%	3%	0%	0%	0%	0%
Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản	%	12%	23%	16%	11%	13%	18%	12%
Tỷ lệ nợ vay trên VCSH	%	18%	42%	29%	17%	19%	29%	17%
Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản	%	36%	44%	44%	35%	34%	37%	29%
Tỷ lệ nợ phải trả trên VCSH	%	57%	80%	78%	53%	51%	59%	41%
Tỷ lệ đòn bẩy	%	157%	180%	178%	153%	151%	159%	141%
3. Khả năng sinh lợi								
ROA	%	5%	-5%	11%	20%	10%	1%	6%
ROE	%	9%	-9%	19%	33%	16%	1%	9%
4. Chỉ số tăng trưởng								
Tăng trưởng doanh thu thuần (YoY)	%	-8%	-44%	74%	65%	-12%	-17%	15%
Tăng trưởng lãi gộp (YoY)	%	-21%	-156%	-446%	109%	-39%	-95%	1145%
Tăng trưởng LN sau thuế (YoY)	%	-19%	-199%	-334%	119%	-41%	-93%	783%

HỆ THỐNG NHẬN ĐỊNH TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

TÍCH CỰC: Tăng trưởng lợi nhuận được dự báo tăng, với tốc độ tăng **hơn 15%** trong 12 tháng tới hoặc **giá mục tiêu cao hơn 15% giá hiện tại**

TRUNG LẬP: Tăng trưởng lợi nhuận được dự báo **từ -15% đến +15%** hoặc có nhiều thông tin không chắc chắn, khó dự báo hoặc **giá mục tiêu được dự báo -15% đến +15% so với giá hiện tại**

TIÊU CỰC: Tăng trưởng lợi nhuận được dự báo giảm, với tốc độ giảm **dưới -15%** trong 12 tháng tới hoặc **giá mục tiêu được dự báo thấp hơn -15% so với giá hiện tại**

Khuyến cáo sử dụng

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty cổ phần Chứng khoán VIX ("VIX"). Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho một số đối tượng nhất định, cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Báo cáo này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào. Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VIX và VIX sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này.

Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị đưa ra trong báo cáo có thể được thay đổi mà không báo trước. VIX không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những chuyên gia tư vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.