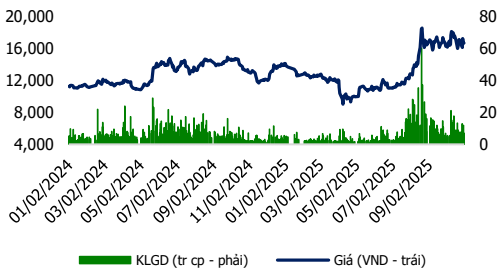


CTCP - TỔNG CÔNG TY LỘC HÓA DẦU VIỆT NAM (HSX: BSR)

Ngành	DẦU KHÍ
KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá mục tiêu	34,200
Giá hiện tại	28,900
Thay đổi	+18%
Ngày	04/06/2026

Một số chỉ tiêu chính	2025	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VNĐ)	141,582	163,958
LN gộp (tỷ VNĐ)	6,049	38,363
EBIT (tỷ VNĐ)	11,948	12,249
LN ròng (tỷ VNĐ)	5,217	34,320
Tăng trưởng LNR (%)	778%	561%
EPS (VNĐ)	1,036	6,865
Tăng trưởng EPS (%)	409%	563%
BVPS (VNĐ)	12,086	18,940
ROE (%)	8.9%	49%
ROA (%)	6.0%	32.5%

Diễn biến giá cổ phiếu



Cơ cấu cổ đông	
Tập đoàn Công Nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam	92.13%

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thu Trang

trangntt@psi.vn

KẾT QUẢ KINH DOANH CAO KỶ LỤC

Lợi nhuận tăng đột biến nhờ Crack spread tích cực: BSR ghi nhận kết quả kinh doanh bứt phá trong Q1.2026 với doanh thu thuần đạt 45,920 tỷ đồng (+44% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 8,266 tỷ đồng, tăng gấp 20,6 lần so với cùng kỳ. Kết quả kinh doanh cao kỷ lục nhờ biên lợi nhuận lọc dầu cải thiện mạnh. Theo Ban lãnh đạo, Crack spread bình quân của BSR trong những tháng đầu năm 2026 đạt khoảng 11 USD/thùng, tăng 16% so với mức 9,48 USD/thùng năm 2025. Dữ liệu Bloomberg cho thấy Crack spread tiếp tục duy trì ở mức cao trong Q2.2026, trung bình tăng 3,5 lần so với cùng kỳ và tăng 2 lần so với quý trước. Theo đó, lợi nhuận bình quân mỗi quý tới của BSR kỳ vọng đạt khoảng 8,700 tỷ đồng.

Đảm bảo nguồn nhiên liệu đầu vào: Trong bối cảnh thị trường năng lượng toàn cầu biến động do căng thẳng địa chính trị, BSR chủ động đảm bảo nguồn cung dầu thô, duy trì vận hành ổn định nhà máy đến hết tháng 7. Theo thông tin từ ĐHCĐ, doanh nghiệp được phép giữ lại toàn bộ sản lượng dầu thô khai thác trong nước đến ít nhất cuối năm 2026, qua đó đáp ứng khoảng 90% công suất. Phần nguyên liệu cho 30% công suất còn lại sẽ được nhập khẩu từ Mỹ và Tây Phi thông qua các hợp đồng dài hạn với các đối tác như Socar, Chevron và ExxonMobil.

Tập trung toàn lực triển khai Dự án NCMR Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Dự án NCMR Nhà máy lọc dầu Dung Quất đã khởi công san lấp mặt bằng từ tháng 2 và dự kiến bàn giao trong tháng 10 năm 2026. Song song, BSR đang triển khai lựa chọn tổng thầu EPC, hướng tới mục tiêu hoàn thành toàn bộ dự án vào cuối năm 2028. Về thu xếp vốn, BSR tăng tỷ lệ VCSH của dự án lên 60% trong bối cảnh lãi suất quốc tế duy trì ở mức cao và việc tiếp cận vốn cho các dự án năng lượng hóa thạch ngày càng bị siết chặt.

BSR sẵn sàng sản xuất, đáp ứng nhu cầu tiêu thụ Xăng E10. Từ ngày 1/6/2026, xăng E10 chính thức được sử dụng trên toàn quốc thay thế cho xăng khoáng RON95. Sau giai đoạn vận hành thử nghiệm, Nhà máy Nhiên liệu sinh học Dầu khí Miền Trung (BSR-BF) đã xuất bán lô ethanol thương mại đầu tiên với sản lượng 210 tấn cho BSR và dự kiến tăng công suất lên 5,000 tấn/tháng từ cuối tháng 3 năm 2026. Nguồn ethanol từ BSR-BF sẽ được vận chuyển trực tiếp đến Nhà máy Lọc dầu Dung Quất thông qua hệ thống đường ống kết nối trực tiếp, giúp tối ưu chi phí logistics và nâng cao hiệu quả sản xuất xăng E10 của BSR.

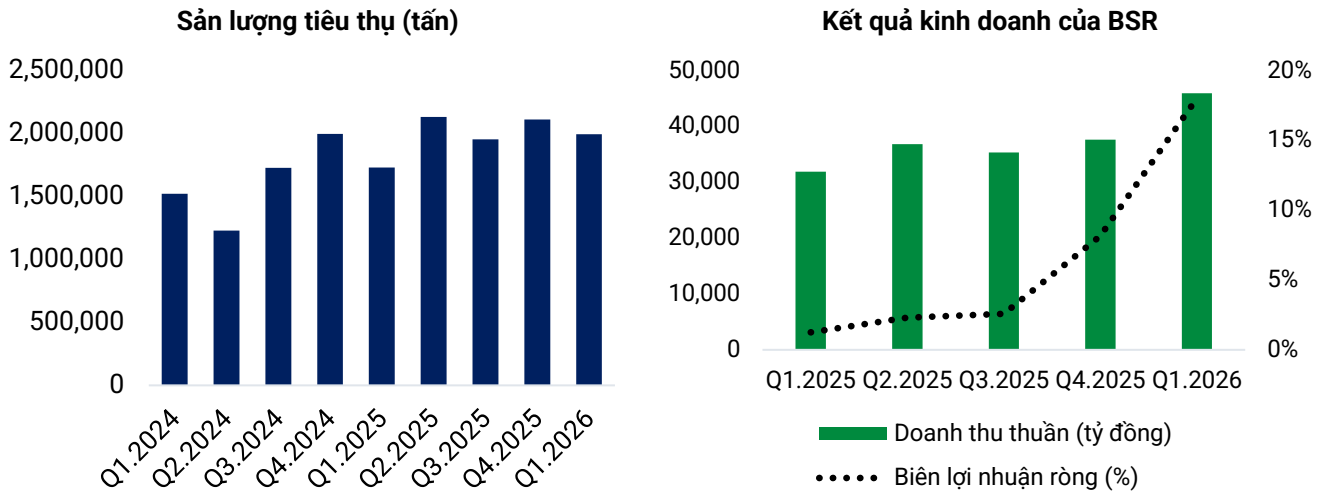
Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2026 của BSR là 163,958 tỷ đồng (+16% YoY) và 34,320 tỷ đồng, tăng gấp 6.6 lần cùng kỳ. Định giá mục tiêu cổ phiếu BSR ở mức **34,200 đồng/cp** (+18% so với giá đóng cửa ngày 04/06/2026).

Dựa trên động lực tăng trưởng và định giá, Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu BSR.

❖ Lợi nhuận tăng đột biến nhờ Crack spread tích cực

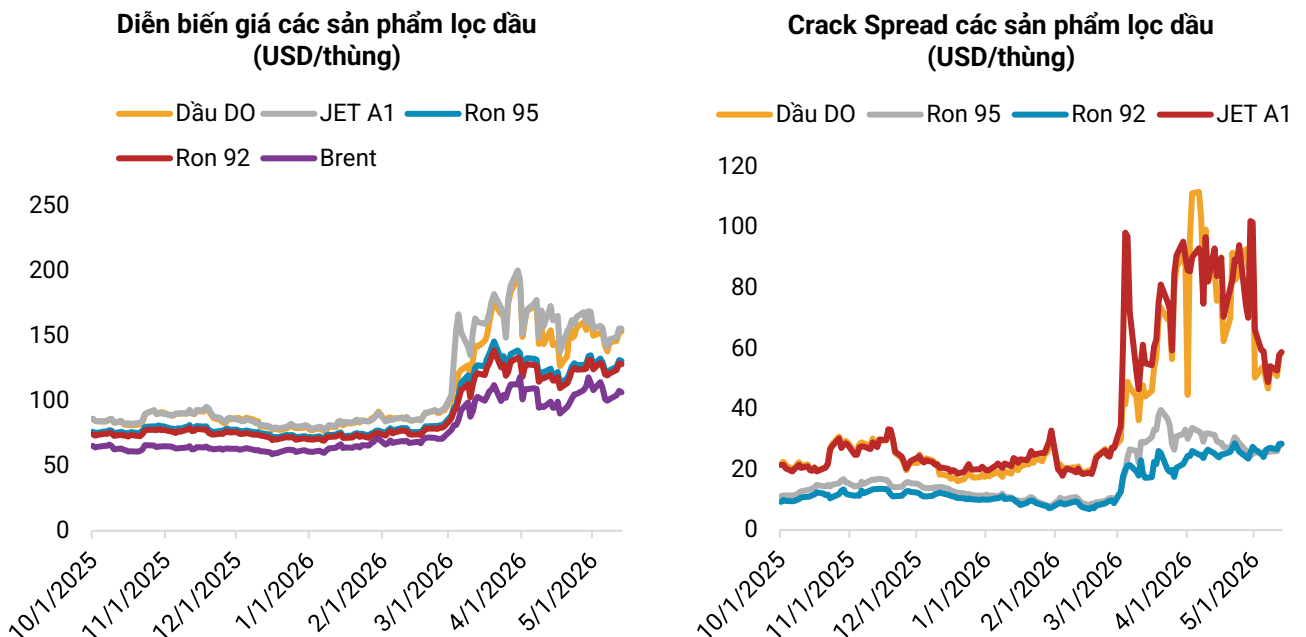
BSR ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế Q1.2026 lần lượt đạt 45,920 tỷ đồng (+44% YoY) và 8,266 tỷ đồng, gấp 20.6 lần cùng kỳ. Đây là mức lợi nhuận theo quý cao nhất trong lịch sử hoạt động của BSR, vượt xa mục tiêu lợi nhuận năm 2026 mà công ty đề ra (2,162 tỷ đồng). Mức tăng trưởng mạnh mẽ được thúc đẩy bởi:

- (1) Trong quý 1/2026, sản lượng tiêu thụ tăng 15% YoY lên mức 1,904 nghìn tấn, nhờ nhà máy hoạt động hiệu suất cao đạt trên 120%.
- (2) Ban lãnh đạo BSR cho biết Crack spread trung bình của doanh nghiệp đạt khoảng 11 USD/thùng trong những tháng đầu năm 2026, cao hơn khoảng 16% so với mức 9,48 USD/thùng năm 2025.



Nguồn: BSR, PSI tổng hợp

Theo Bloomberg, Crack spread tiếp tục duy trì ở mức cao trong Q2.2026, trung bình tăng 3,5 lần so với cùng kỳ và tăng 2 lần so với quý trước. Diễn biến này phản ánh rủi ro gián đoạn nguồn cung năng lượng toàn cầu khi căng thẳng tại khu vực Vùng Vịnh chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. Theo đó, lợi nhuận bình quân mỗi quý tới của BSR kỳ vọng đạt khoảng 8,700 tỷ đồng.

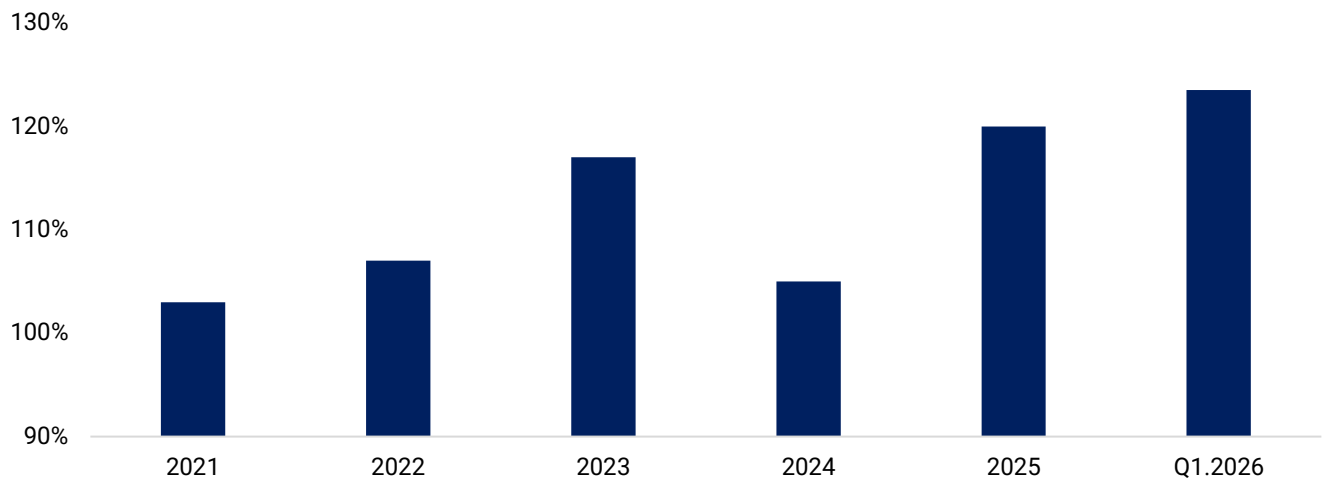


Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

❖ Đảm bảo nguồn nhiên liệu đầu vào

Trong bối cảnh thị trường năng lượng toàn cầu biến động do căng thẳng địa chính trị, BSR chủ động đảm bảo nguồn cung dầu thô, duy trì vận hành ổn định nhà máy đến hết tháng 7. Theo thông tin từ ĐHCĐ, doanh nghiệp được phép giữ lại toàn bộ sản lượng dầu thô khai thác trong nước đến ít nhất cuối năm 2026, qua đó đáp ứng khoảng 90% công suất. Phần nguyên liệu cho 30% công suất còn lại sẽ được nhập khẩu từ Mỹ và Tây Phi thông qua các hợp đồng dài hạn với các đối tác như Socar, Chevron và ExxonMobil.

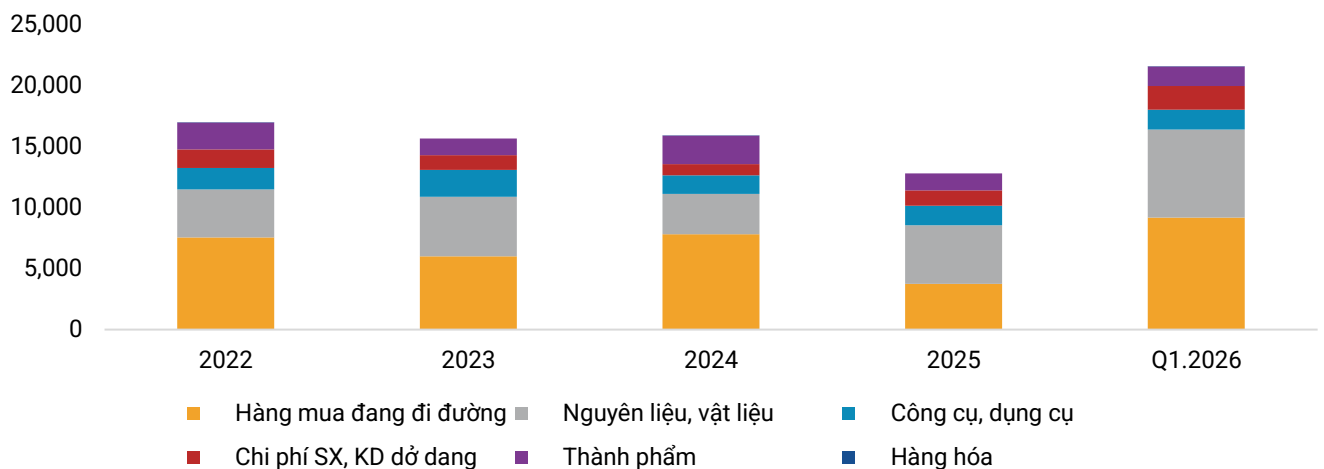
Công suất vận hành nhà máy



Nguồn: BSR, PSI tổng hợp

Tại thời điểm 31/03/2026, hàng tồn kho của BSR ghi nhận mức cao kỷ lục đạt hơn 21,500 tỷ đồng (+70% YTD). Động lực chính đến từ sự gia tăng mạnh của khoản mục hàng mua đang đi đường, từ khoảng 3,700 tỷ đồng lên trên 9,100 tỷ đồng. Lượng tồn kho sản phẩm lớn tạo điều kiện để doanh nghiệp sẵn sàng đáp ứng kịp thời nhu cầu xăng dầu trong nước khi nguồn nhập khẩu gặp gián đoạn.

Hàng tồn kho của BSR



Nguồn: BSR, PSI tổng hợp

❖ Tập trung toàn lực triển khai Dự án NCMR Nhà máy lọc dầu Dung Quất

Dự án NCMR Nhà máy lọc dầu Dung Quất đã khởi công san lấp mặt bằng từ tháng 2 và dự kiến bàn giao trong tháng 10 năm 2026. Song song, BSR đang triển khai lựa chọn tổng thầu EPC, hướng tới mục tiêu hoàn thành toàn bộ dự án vào cuối năm 2028. Về thu xếp vốn, BSR tăng tỷ lệ VCSH của dự án lên 60% trong bối cảnh lãi suất quốc tế duy trì ở mức cao và việc tiếp cận vốn cho các dự án năng lượng hóa thạch ngày càng bị siết chặt.

Sau khi hoàn tất, công suất chế biến dầu thô dự kiến tăng khoảng 15% so với hiện nay. Các sản phẩm đầu ra sẽ đạt tiêu chuẩn Euro 5, đồng thời nhà máy có thể xử lý nhiều loại dầu thô khác nhau – từ dầu chua, dầu nặng đến dầu có hàm lượng lưu huỳnh cao – giúp đa dạng hóa nguồn nguyên liệu và giảm phụ thuộc vào dầu ngọt, nhẹ như trước.

❖ BSR sẵn sàng sản xuất, đáp ứng nhu cầu tiêu thụ Xăng E10

Từ ngày 1/6/2026, xăng E10 chính thức được sử dụng trên toàn quốc thay thế cho xăng khoáng RON95. Sau giai đoạn vận hành thử nghiệm, Nhà máy Nhiên liệu sinh học Dầu khí Miền Trung (BSR-BF) đã xuất bán lô ethanol thương mại đầu tiên với sản lượng 210 tấn cho BSR và dự kiến tăng công suất lên 5,000 tấn/tháng từ cuối tháng 3 năm 2026. Nguồn ethanol từ BSR-BF sẽ được vận chuyển trực tiếp đến Nhà máy Lọc dầu Dung Quất thông qua hệ thống đường ống kết nối trực tiếp, giúp tối ưu chi phí logistics và nâng cao hiệu quả sản xuất xăng E10 của BSR.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá Hệ số so sánh để định giá cổ phiếu BSR:

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (VND/cp)
Phương pháp so sánh (EV/EBITDA)	50%	36,500
Phương pháp dòng tiền (FCFF)	50%	31,996
Tổng hợp kết quả định giá		34,248

Khuyến nghị:

Dựa trên định giá và các động lực tăng trưởng gồm (1) Crack spread duy trì ở mức cao; (2) Đảm bảo nguồn nhiên liệu đầu vào và (3) Dự án NCMR Nhà máy lọc dầu Dung Quất dự kiến hoàn thành năm 2028 giúp tăng công suất và đa dạng hoá nguồn nhiên liệu đầu vào, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu BSR với giá mục tiêu ở mức **34,200 đồng/cp** (+18% so với giá đóng cửa ngày 04/06/2026).

Báo cáo tài chính (Đơn vị: Tỷ VND)

Kết quả kinh doanh (tỷ VND)	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	123,027	141,582	163,958
Giá vốn hàng bán	(122,536)	(135,468)	(125,595)
Lợi nhuận gộp	491	6,114	38,363
Doanh thu hoạt động tài chính	2,230	1,917	2,389
Chi phí tài chính	(800)	(481)	(631)
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(1,213)	(1,575)	(1,618)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	708	5,974	38,502
Lợi nhuận khác	28	30	25
Lợi nhuận trước thuế	736	6,005	38,527
Lợi nhuận sau thuế	591	5,217	34,320
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	631	5,214	34,374
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	40	(3)	53
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2024	2025	2026F
Tài sản ngắn hạn	71,516	70,241	120,910
I. Tiền & tương đương tiền	28,995	7,626	28,177
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	14,022	36,136	45,881
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	12,457	13,539	23,978
IV. Hàng tồn kho	15,891	12,667	22,754
V. Tài sản ngắn hạn khác	150	273	121
Tài sản dài hạn	16,871	14,902	22,744
I. Các khoản phải thu dài hạn	549	548	622
II. Tài sản cố định	13,216	11,292	9,148
III. Tài sản dài hạn khác	3,107	3,055	12,974
Tổng tài sản	88,387	85,143	143,654
Nợ phải trả	32,849	24,630	48,849
I. Nợ ngắn hạn	31,984	23,773	43,870
1. Khoản phải trả ngắn hạn	14,473	11,343	19,282
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	15,857	10,504	22,459
II. Nợ dài hạn	865	856	4,979
1. Các khoản phải trả dài hạn	-	-	-
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	-	-	3,888
Vốn chủ sở hữu	55,538	60,513	94,806
1. Vốn điều lệ	31,005	50,073	50,073
2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	24,501	10,380	44,701
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	(32)	(32)	(32)
5. Nguồn vốn khác	-	-	-
Tổng nguồn vốn	88,387	85,143	143,654

Chỉ số chính	2024	2025	2026F
Định giá			
EPS	204	1,036	6,865
BVPS	17,923	12,086	18,940
Cổ tức			
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	0%	4%	23%
Biên EBITDA	2%	5%	25%
Biên LNTT	1%	4%	23%
ROE	1.0%	8.9%	48.8%
ROA	0.7%	6.0%	32.5%
Tăng trưởng			
Doanh thu	-17%	15%	16%
Lợi nhuận gộp	-95%	1132%	534%
Lợi nhuận sau thuế	-93%	778%	561%
EPS	-93%	409%	563%
Tổng tài sản	2%	-4%	69%
VCSH	-3%	9%	57%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	2.24	2.96	2.76
Thanh toán nhanh	1.74	2.43	2.24
Nợ/tài sản	0.37	0.29	0.34
Nợ/VCSH	0.59	0.41	0.52
Khả năng thanh toán lãi vay	3.27	19.96	78.59

LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ



Tầng 2, Toà nhà Hanoi Tourist, 18 Lý Thường Kiệt, Phường Cửa Nam, TP. Hà Nội



(84) 3934 3888



(84) 3934 3888

www.psi.vn

CHI NHÁNH HỒ CHÍ MINH

Lầu 1, Toà nhà PVFCCo, 43 Mạc Đĩnh Chi,
Phường Sài Gòn, TP. Hồ Chí Minh

(84-8) 3914 6789



(84-8) 3914 6969

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 5, Toà nhà Silver Sea, 47 Ba Cu,
Phường Vũng Tàu, TP. Hồ Chí Minh

(84-254)625 4520/22



(84-254)625 4521

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG

Tầng G và Tầng 2, Toà nhà PVcombank Đà Nẵng, Lô
A2.1, Đường 30/4, Phường Hoà Cường, TP. Đà Nẵng

(84-236) 3899 338



(84-236) 3899 338

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo phân tích này được thực hiện bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Dầu khí (PSI) chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chung cho các nhà đầu tư. Báo cáo này không cấu thành một lời chào mời mua, bán, hay đăng ký bất kỳ sản phẩm tài chính hoặc chứng khoán nào được đề cập trong đây.

Các thông tin, phân tích, nhận định và quan điểm trình bày trong báo cáo này chỉ mang tính chất tham khảo và không nhằm mục đích thay thế cho việc đánh giá và đưa ra quyết định đầu tư độc lập của nhà đầu tư. PSI khuyến nghị nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá hoặc tham khảo ý kiến tư vấn chuyên nghiệp phù hợp với mục tiêu đầu tư, khả năng tài chính và mức độ chấp nhận rủi ro của bản thân trước khi đưa ra bất kỳ quyết định đầu tư nào.

Các thông tin được sử dụng trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà PSI cho là đáng tin cậy và có sẵn công khai tại thời điểm công bố. PSI không đảm bảo và không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ, kịp thời hoặc phù hợp cho bất kỳ mục đích cụ thể nào của các thông tin đó. Các thông tin và quan điểm có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

PSI hoặc các công ty liên kết của PSI, cũng như các nhân viên tham gia lập báo cáo này, có thể có hoặc đã có các vị thế trong các chứng khoán được đề cập, hoặc có thể đã cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tư vấn tài chính, hoặc các dịch vụ khác cho các tổ chức phát hành chứng khoán đó.