

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

Ngành **DẦU KHÍ**

TIẾP ĐÀ TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu	34,250
Giá hiện tại	26,500
Thay đổi	+29%
Ngày	13/08/2026

Doanh thu hợp nhất Q2.2026 đạt 58,716 tỷ đồng (+59.7% YoY) - mức cao nhất theo quý. Trong kỳ, Nhà máy Lộc dầu Dung Quất vận hành ổn định ở 124% công suất thiết kế, với sản lượng sản xuất và tiêu thụ lần lượt đạt hơn 2.05 triệu tấn và 2.03 triệu tấn. Cùng với đó, giá các sản phẩm lọc dầu theo Platts Singapore duy trì ở mức cao trong Q2.2026, hỗ trợ kết quả kinh doanh của BSR, cụ thể: giá tăng 1.5 lần YoY đối với xăng, 1.8 lần YoY đối với Jet A1 và 1.7 lần YoY đối với dầu diesel.

Lợi nhuận tiếp đà tăng trưởng mạnh mẽ nhờ Crack Spread cao vượt trội. Biên lợi nhuận gộp của BSR nới rộng 12 điểm phần trăm trong Q2.2026 qua đó thúc đẩy lợi nhuận sau thuế tăng gấp 8.8 lần cùng kỳ lên 7,460 tỷ đồng. Động lực đến từ biên lợi nhuận lọc dầu trung bình tăng 3.3 lần YoY và tăng 1.7 lần QoQ (theo Bloomberg). **Crack spread được kỳ vọng tiếp tục neo cao trong 2H.2026** do suy giảm công suất lọc dầu trên diện rộng trong khi các biện pháp bù đắp nguồn cung cạn dần dư địa.

Dự án Nâng cấp, mở rộng Nhà máy Lộc dầu Dung Quất vào giai đoạn triển khai. Ngày 9/7, BSR ký kết hợp đồng EPC với liên danh Chengda – BPE và hợp đồng PMC với Foster Wheeler cho Dự án Nâng cấp, mở rộng Nhà máy Lộc dầu Dung Quất. Dự án dự kiến triển khai trong 37 tháng và đi vào vận hành từ năm 2028. Bên cạnh đó, ngày 4/8, BSR đưa vào vận hành bể chứa dầu thô bổ sung cho NMLD Dung Quất hiện hữu với dung tích 65,000 m³, nâng tổng công suất tồn chứa lên 585,000 m³ (+12.5% so với trước). Dự án giúp BSR chủ động hơn về nguồn nguyên liệu và tăng tính linh hoạt trong vận hành, chế biến.

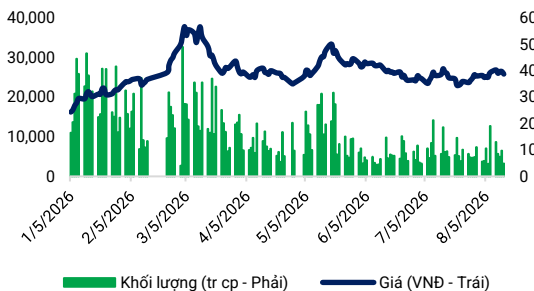
Thông qua kế hoạch kinh doanh giai đoạn 2026–2030 với các nội dung đáng chú ý bao gồm (1) Đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu bình quân 10%/năm và ROE bình quân đạt 4-6%/năm (2) Xác định M&A là một trong những động lực tăng trưởng. Đến năm 2030, doanh thu kinh doanh quốc tế và M&A chiếm tỷ trọng 29% tổng doanh thu; (3) Tỷ lệ sở hữu mục tiêu của PVN tại BSR được đặt ở mức 90%.

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 **34,250 đồng/cp** (+29% so với giá đóng cửa ngày 13/08/2026).

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

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%
---	--------

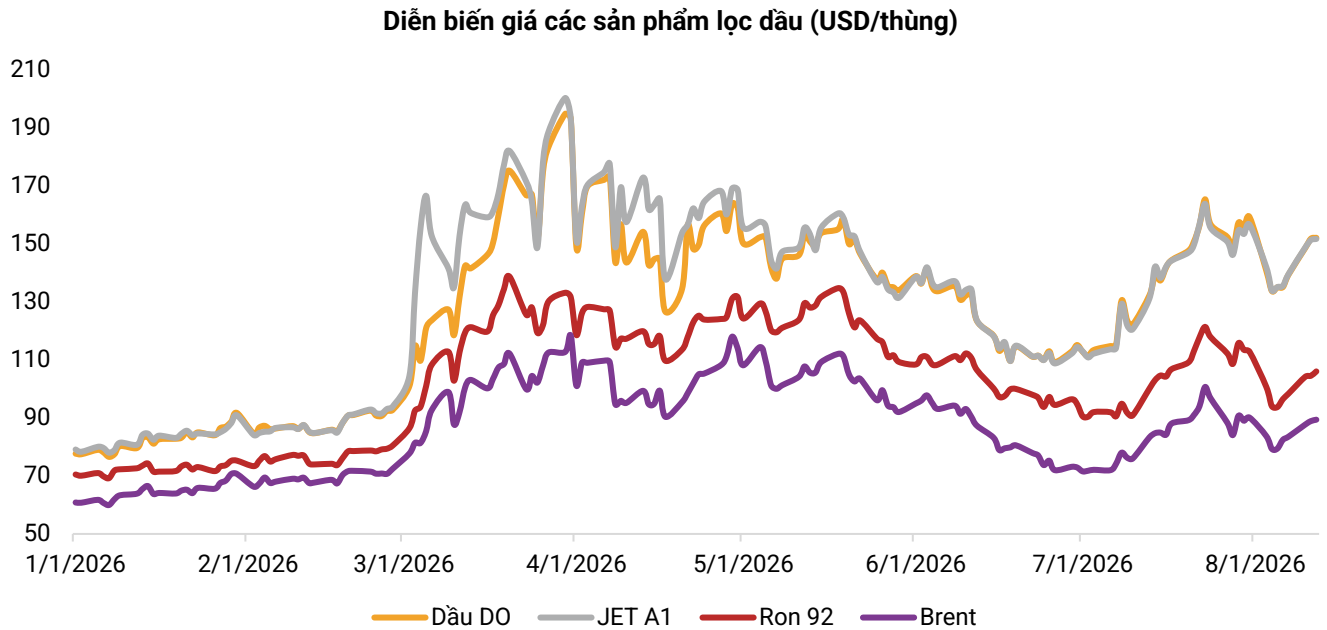
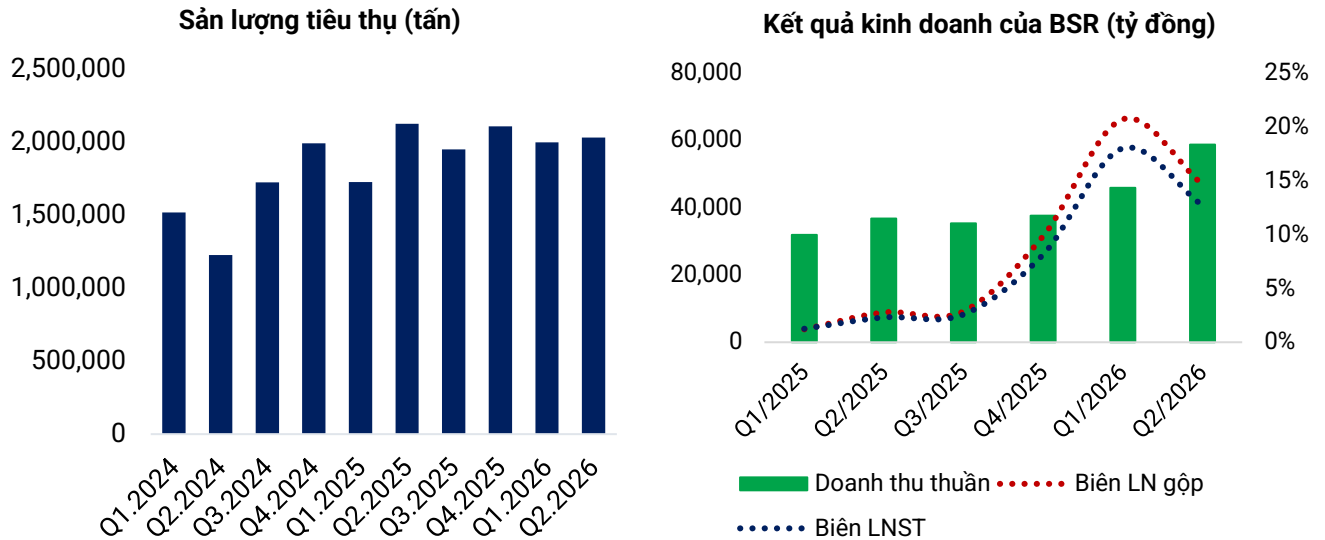
CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thu Trang

trangntt@psi.vn

❖ Doanh thu đạt mức cao kỷ lục theo quý

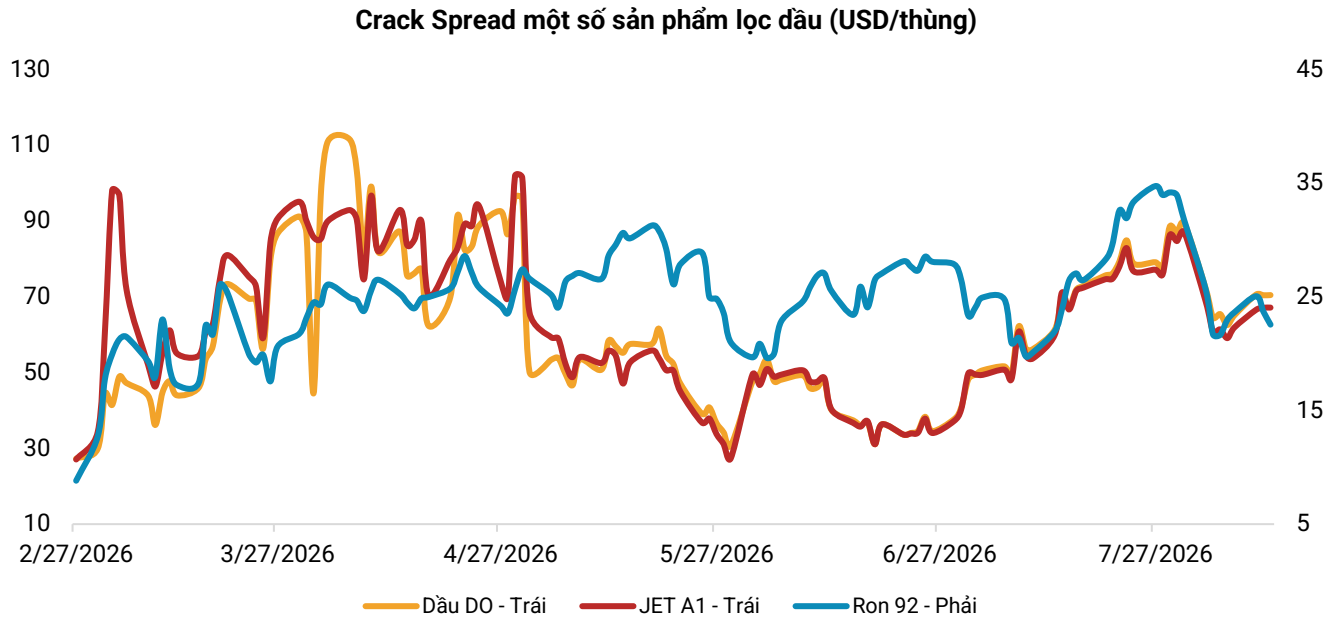
Doanh thu hợp nhất Q2.2026 đạt 58,716 tỷ đồng (+59.7% YoY) - mức cao nhất theo quý. Trong kỳ, Nhà máy Lọc dầu Dung Quất vận hành ổn định ở 124% công suất thiết kế, với sản lượng sản xuất và tiêu thụ lần lượt đạt hơn 2.05 triệu tấn và 2.03 triệu tấn. Cùng với đó, giá các sản phẩm lọc dầu theo Platts Singapore duy trì ở mức cao trong Q2.2026 hỗ trợ kết quả kinh doanh của BSR, cụ thể: giá tăng 1.5 lần YoY đối với xăng, 1.8 lần YoY đối với nhiên liệu bay Jet A1 và 1.7 lần YoY đối với dầu diesel, trong khi giá dầu Brent trung bình tăng 1.5 lần YoY.



Nguồn: Bloomberg, BSR, PSI tổng hợp

❖ Lợi nhuận tiếp đà tăng trưởng mạnh mẽ nhờ Crack Spread cao vượt trội

Biên lợi nhuận gộp của BSR tiếp tục nới rộng 12 điểm phần trăm trong Q2.2026 qua đó thúc đẩy lợi nhuận sau thuế tăng gấp 8.8 lần cùng kỳ lên 7,460 tỷ đồng. Động lực đến từ Crack Spread các sản phẩm lọc dầu tiếp tục duy trì ở mức cao trong Q2.2026, trung bình tăng 3.3 lần YoY và tăng 1.7 lần QoQ (theo Bloomberg).

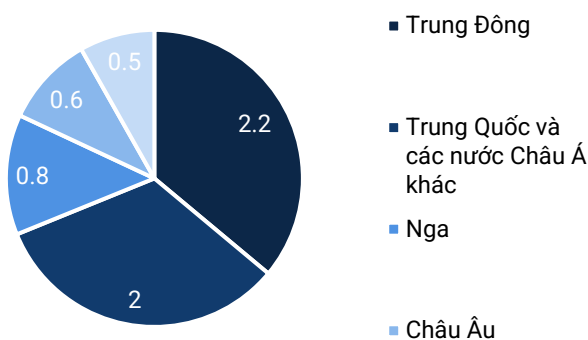


Nguồn: Bloomberg, BSR, PSI tổng hợp

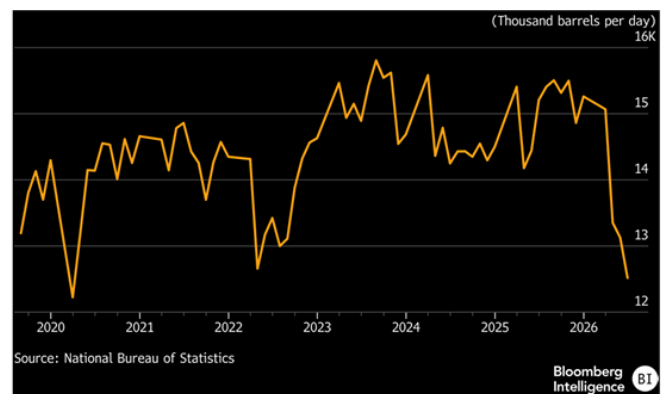
Crack spread nhiều khả năng tiếp tục neo cao trong 2H.2026 do tình trạng suy giảm công suất lọc dầu diện rộng

Theo cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA), sản lượng dầu thô đưa vào chế biến toàn cầu đã giảm 6.1 triệu thùng/ngày trong tháng 6 so với cùng kỳ năm trước, trong đó (1) Mức sụt giảm 2.2 triệu thùng/ngày tại Trung Đông là yếu tố chủ đạo, với các cuộc tấn công quân sự và việc phong tỏa eo biển Hormuz; (2) Trung Quốc và phần còn lại của châu Á đóng góp thêm mức giảm 2 triệu thùng/ngày khi lệnh cấm xuất khẩu nghiêm ngặt, kéo sản lượng xuống còn 12.5 triệu thùng/ngày. (3) Thêm 0.8 triệu thùng/ngày bị mất do các cuộc tấn công bằng drone gây thiệt hại cho cơ sở hạ tầng lọc dầu của Nga.

Mức sụt giảm sản phẩm lọc dầu theo khu vực (triệu thùng/ngày)

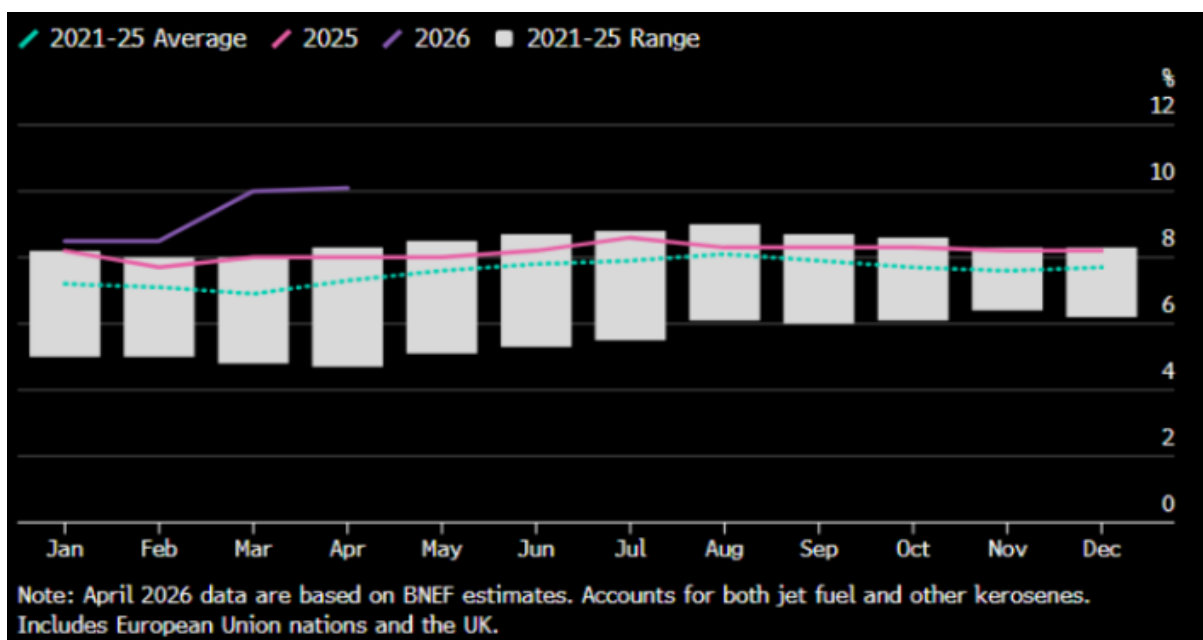


Sản lượng dầu thô chế biến của Trung Quốc (Nghìn thùng/ngày)



Nguồn: Bloomberg, BSR, PSI tổng hợp

Trong khi đó, phần lớn các cơ chế điều chỉnh giúp ổn định thị trường sản phẩm trong giai đoạn đầu xung đột (vận hành tối đa công suất lọc dầu tại các nhà máy Châu Âu, tăng nhập khẩu thay thế từ Bắc Mỹ/châu Phi) đã được sử dụng gần hết, để lại rất ít dư địa linh hoạt nếu xảy ra gián đoạn mới.

Các nhà máy lọc dầu Châu Âu tăng tỷ trọng sản phẩm nhiên liệu bay


Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

❖ Dự án Nâng cấp, mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất vào giai đoạn triển khai

Ngày 9/7, BSR ký kết hợp đồng EPC với liên danh Chengda – BPE và hợp đồng PMC với Foster Wheeler cho Dự án Nâng cấp, mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất. Với tổng mức đầu tư khoảng 36,397 tỷ đồng (tương đương 1,489 tỷ USD), Dự án sẽ nâng công suất chế biến của Nhà máy từ 148,000 thùng dầu thô/ngày lên 171,000 thùng/ngày, nâng cao khả năng chế biến nhiều loại dầu thô, sản xuất các sản phẩm đạt tiêu chuẩn Euro V, gia tăng hiệu quả vận hành và nâng cao năng lực cạnh tranh của BSR trong bối cảnh chuyển dịch năng lượng và hội nhập quốc tế. Dự án sẽ được triển khai trong 37 tháng kể từ ngày Hợp đồng EPC có hiệu lực và đưa vào vận hành trong năm 2028.

Bên cạnh đó, ngày 4/8, BSR đưa vào vận hành bể chứa dầu thô bổ sung cho NMLD Dung Quất hiện hữu với dung tích 65,000 m³, nâng tổng công suất tồn chứa lên 585,000 m³ (+12.5% so với trước). Với quy mô tồn chứa mới, hệ thống bể chứa của NMLD Dung Quất có thể đáp ứng lượng tồn kho tương đương khoảng 25 ngày vận hành, đồng thời có khả năng tiếp nhận thêm một chuyến dầu thô bằng tàu Suezmax. Điều này giúp NMLD Dung Quất có thêm khoảng dự phòng cần thiết để duy trì sản xuất ổn định khi lịch tàu thay đổi, điều kiện thời tiết bất lợi hoặc chuỗi cung ứng bị gián đoạn.

❖ Thông qua kế hoạch kinh doanh giai đoạn 2026–2030

- (1) Mục tiêu tăng trưởng kinh doanh:** Giai đoạn 2026–2030, BSR đặt mục tiêu sản lượng sản xuất tối thiểu đạt 37.96 triệu tấn, tăng trưởng 7.0% so với giai đoạn 2021–2025. Doanh thu hợp nhất dự kiến đạt 943.2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng bình quân 10%/năm, trong khi LNTT đạt 19.8 nghìn tỷ đồng và ROE bình quân mục tiêu ở mức 4–6%/năm.
- (2) Xác định M&A là một động lực tăng trưởng:** Chủ động tìm kiếm các cơ hội mua bán, sáp nhập các doanh nghiệp trong nước nếu hiệu quả, như: M&A PVOIL Phú Mỹ, M&A Công ty TNHH MTV Dầu khí thành phố Hồ Chí Minh (Saigon Petro), M&A các kho xăng dầu, M&A các kho chứa sản phẩm PP... nhằm hiện thực hóa các mục tiêu tăng trưởng về doanh thu, sản lượng, lợi nhuận, sản phẩm mới. Đến năm 2030, doanh thu kinh doanh quốc tế và M&A chiếm tỷ trọng 29% tổng doanh.

- (3) **Tỷ lệ sở hữu mục tiêu của PVN tại BSR được đặt ở mức 90%.** BSR ưu tiên giảm tỷ lệ sở hữu của PVN trong vòng một năm nhằm đáp ứng điều kiện niêm yết. Để hiện thực hoá mục tiêu, doanh nghiệp đang tiếp xúc với các tập đoàn khai thác dầu khí quốc tế để lựa chọn cổ đông chiến lược, đồng thời kết nối chuỗi cung ứng nguyên liệu dài hạn.

Kế hoạch kinh doanh giai đoạn 2026 – 2030 của BSR
ĐVT: Nghìn tỷ đồng

Chỉ tiêu	Giai đoạn 2026 – 2030	Năm 2030
Tổng doanh thu	850.5 – 943.2	226.2
Doanh thu sản phẩm truyền thống	446.7 – 447.1	95.6
Doanh thu sản phẩm mới	293.6 – 294.6	61.5
Doanh thu kinh doanh quốc tế và M&A	102.7 – 193.4	66.2
Doanh thu KHCN&ĐMST	2.0 – 2.5	2.0
Doanh thu tài chính, khác	5.5 – 5.6	0.9
Lợi nhuận trước thuế	14.3 – 19.8	4.2
Lợi nhuận sau thuế	12.9 – 17.8	3.8
Tỷ suất LNST/Tổng tài sản (ROA)	2 – 3%	3%
Tỷ suất LNST/Vốn CSH (ROE)	4 – 5%	5%

Nguồn: BSR, PSI tổng hợp
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 **34,250 đồng/cp** (+29% so với giá đóng cửa ngày 13/08/2026).

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.