CTCP - Tổng Công ty Lọc Hoá dầu Việt Nam (HOSE: BSR)

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại (VND)	29,050
Giá mục tiêu (VND)	**35,950**
% tăng giá	23.7%
Ngày báo cáo	23/10/2026
Vốn hóa (tỷ đồng)	146,213
KLTB 10 ngày	9,604,410
% sở hữu NĐTNN	1.57%
SLCP lưu hành	5,007,299,686
SLCP niêm yết	5,007,299,686
P/E trailing	7.36
P/B (gần nhất)	1.96
ROA	20.9%
ROE	30.3%
EPS (pha loãng)	3,969
Book value	14,906

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP - Tổng Công ty Lọc Hoá dầu Việt Nam (HOSE: BSR) được PVN thành lập năm 2008 để quản lý và vận hành Dung Quất - nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam. Giữ vai trò then chốt ở hạ nguồn dầu khí, BSR luôn duy trì công suất vận hành ấn tượng trên 100% trong nhiều năm. Cùng với Nghi Sơn, 2 doanh nghiệp này đang đáp ứng khoảng 65%-70% nhu cầu xăng dầu nội địa.

Báo cáo được thực hiện bởi:
Trung tâm Phân tích Haseco

Lợi nhuận tiếp tục bùng nổ

- Quý 2/2026, BSR ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu thuần đạt 58,716 tỷ đồng (+60% YoY) và lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 7,666 tỷ đồng (tăng gấp 9 lần so với cùng kỳ).
- Crack spread 3-2-1 đã tăng trở lại và vượt đỉnh vào giữa tháng 9/2026, lên mức hơn 75 USD/thùng. Hiện tại crack spread đã điều chỉnh nhưng vẫn ở vùng cao khoảng 65 USD/thùng. Haseco cho rằng, điều này sẽ hỗ trợ lợi nhuận quý 3 và trong nửa cuối năm của BSR.
- BSR đã thông qua kế hoạch kinh doanh 5 năm 2026-2030, sau khi được PVN phê duyệt vào ngày 30/6/2026. Mục tiêu nhấn mạnh: (1) Tăng trưởng doanh thu bình quân khoảng 10%/năm và (2) Xác định M&A là một động lực tăng trưởng chính, bên cạnh việc phát triển sản phẩm mới. Đồng thời, PVN dự kiến duy trì tỷ lệ sở hữu tại BSR ở mức 90%.

Kết quả kinh doanh quý 2/2026 BSR

Khoản mục	Q2/25	Q2/26	Tăng trưởng (% svck)
Doanh thu thuần	36,772	58,716	59.7%
Giá vốn hàng bán	(35,756)	(49,919)	39.6%
Lợi nhuận gộp	1,016	8,798	765.6%
Biên lợi nhuận gộp	*2.8%*	*15.0%*	*12.2 ppts*
Lãi ròng từ hoạt động tài chính	323	304	-5.9%
Chi phí bán hàng & QLDN (SG&A)	(379)	(460)	21.5%
SG&A/Doanh thu	*1.0%*	*0.8%*	*-0.2 ppts*
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	961	8,642	799.3%
Lợi nhuận sau thuế	847	7,667	805.6%
Biên lợi nhuận ròng	*2.3%*	*13.1%*	*10.8 ppts*
Lợi nhuận của Cổ đông công ty mẹ	846	7,666	806.5%

Nguồn: BSR

Quan điểm đầu tư:

Haseco nâng dự phóng lợi nhuận so với báo cáo cập nhật trước đó, với kỳ vọng LNST năm 2026 có thể vượt mức 30,000 tỷ đồng (trong đó, quý 3 sẽ là quý có lợi nhuận cao nhất trong lịch sử doanh nghiệp). Và với doanh nghiệp mang tính chu kỳ cao, chúng tôi sử dụng mức P/E khá thận trọng 6.0x làm mức tham chiếu. Từ đó, đưa ra định giá với CTCP - Tổng Công ty Lọc Hoá dầu Việt Nam (HOSE: BSR) - khuyến nghị **MUA** và giá mục tiêu là **35,950 VNĐ/cổ phiếu,** tương ứng mức chênh lệch **23.7%** so với giá đóng cửa ngày 23/10/2026.

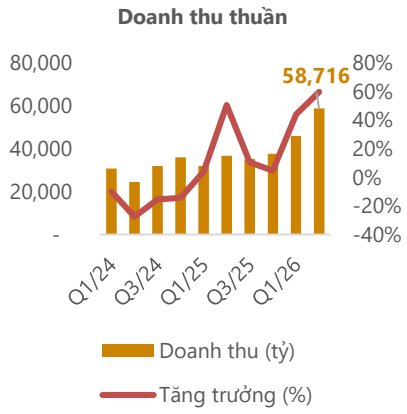
I. Đánh giá kết quả kinh doanh BSR Q2/2026

Quý 2/2026, BSR ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu thuần đạt 58,716 tỷ đồng (+60% YoY) và lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 7,666 tỷ đồng (tăng gấp 9 lần so với cùng kỳ).

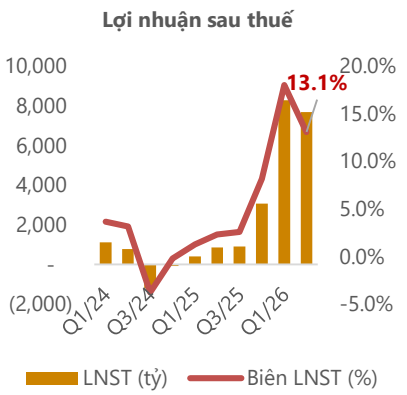
Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận gộp các sản phẩm chính:

- **Dầu diesel:** mảng đóng góp lợi nhuận chính. Doanh thu đạt 25,618 tỷ đồng (+59% YoY), lợi nhuận gộp đạt 5,306 tỷ đồng, gấp 5.7 lần so với cùng kỳ.
- **Xăng RON 92, 95:** doanh thu đạt 19,929 tỷ đồng (+39% YoY) với tăng trưởng chính đến từ xăng RON 92. Lợi nhuận gộp đạt 1,814 tỷ đồng, cải thiện mạnh so với mức lỗ 625 tỷ đồng cùng kỳ.
- **Jet A1:** doanh thu đạt 4,570 tỷ đồng (+89% YoY), lợi nhuận gộp đạt 1,263 tỷ đồng (+330% YoY).

Lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng nhờ giá dầu Brent bình quân trong quý neo cao ~104 USD/thùng, cao hơn khoảng 37 USD/thùng so với quý 2/2025, tạo điều kiện cho crack spread (chênh lệch giữa giá dầu sản phẩm và dầu thô) tăng mạnh. Crack spread 3:2:1 bình quân trong quý đạt khoảng 50 USD/thùng, có lúc chạm mức 60 USD/thùng, giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể lên mức 15.0% (so với mức 2.8% cùng kỳ). Crack spread được cải thiện cũng do giá vốn dầu thô tăng thấp hơn (tồn kho trước giai đoạn tăng giá) và công suất Dung Quất vượt quá 120%. Haseco cho rằng, BSR đang dần hình thành một mặt bằng hiệu quả kinh tế trên mỗi đơn vị sản phẩm mới và cao hơn giai đoạn 2025. Việc tự chủ khoảng 88% nguồn dầu thô từ các mỏ trong nước giúp BSR giảm mức độ phụ thuộc vào nguồn cung quốc tế, qua đó duy trì kết quả kinh doanh tích cực ngay cả khi thị trường dầu thô toàn cầu xuất hiện gián đoạn.



Nguồn: BSR



Nguồn: BSR

Doanh thu và lợi nhuận gộp các sản phẩm lọc dầu chính

Doanh thu (tỷ đồng)	Q2/25	Q2/26	Tăng trưởng (%YoY)
Dầu diesel	16,105	25,618	59.1%
Xăng RON 92	2,568	6,481	152.4%
Xăng RON 95	11,770	13,448	14.3%
Jet A1	2,416	4,570	89.2%
LPG	2,004	2,624	30.9%

Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	Q2/25	Q2/26	Tăng trưởng (%YoY)
Dầu diesel	933	5,306	469.1%
Xăng RON 92	(76)	210	Đảo chiều
Xăng RON 95	(549)	1,604	Đảo chiều
Jet A1	294	1,263	330.3%
LPG	283	98	-65.5%

Nguồn: BSR

II. Triển vọng doanh nghiệp 2026

(1) Crack spread neo cao hỗ trợ triển vọng lợi nhuận

Haseco cho rằng, tăng trưởng doanh thu của BSR chủ yếu đến từ đà tăng giá nhiên liệu thành phẩm toàn cầu, trong khi đó biên lợi nhuận biến động tương quan với crack spread do BSR không sử dụng bất cứ công cụ phòng ngừa rủi ro cho biến động giá dầu thô đầu vào và sản phẩm lọc dầu đầu ra. Cụ thể, crack spread được hiểu là chênh lệch giá giữa 1 thùng dầu thô và sản phẩm xăng dầu chế biến từ thùng dầu thô này. Crack spread càng cao thì biên lợi nhuận gộp BSR càng lớn. Thông thường, crack spread thường biến động cùng chiều với giá dầu do:

- **Đầu vào:** BSR ký kết hợp đồng mua dầu từ 6-12 tháng, sản lượng được giao hàng tháng với giá mua được xác định dựa trên trung bình 30 ngày gần nhất giá dầu Brent.
- **Đầu ra:** Do chu kỳ sản xuất của BSR kéo dài từ 10-15 ngày nên giá bán của BSR cho doanh nghiệp đầu mối xăng dầu được tính dựa trên giá trung bình 10-15 ngày thành phẩm tại thị trường Singapore, cộng thêm premium giữa BSR và người mua thương lượng.

Như vậy, BSR luôn phải trữ một lượng lớn hàng tồn kho phục vụ sản xuất. Khi giá dầu giảm, BSR phải trích lập dự phòng hàng tồn kho, đồng thời chịu thêm tác động giá bán giảm. Ngược lại, khi giá dầu tăng, biên lợi nhuận sẽ nở ra do hưởng lợi từ tồn kho giá thấp và thành phẩm giá cao.

Crack spread 3-2-1



Nguồn: RBN Energy

Sau đà giảm đầu tháng 6 xuống khoảng 43 USD/thùng trước những thông tin về việc đàm phán chiến sự tại Trung Đông, đã bắt đầu tiếp tục tăng trở lại và vượt đỉnh vào giữa tháng 9/2026, lên mức hơn 75 USD/thùng. Hiện tại crack spread đã điều chỉnh nhưng vẫn ở vùng cao khoảng 54 USD/thùng khi căng thẳng vẫn tiếp tục leo thang và giá dầu thô chạm mức 100 USD/thùng. Giá sản phẩm lọc dầu có cơ hội tăng nhanh hơn giá dầu thô do nguồn cung sản phẩm lọc dầu toàn cầu chịu tác động lớn hơn bởi hoạt động sản xuất và vận chuyển nhiên liệu bị gián đoạn. Haseco cho rằng, điều này sẽ hỗ trợ lợi nhuận quý 3 và trong nửa cuối năm của BSR. Ban lãnh đạo ước tính doanh thu quý 3/2026 đạt 59.9 nghìn tỷ đồng (+70% YoY), trong khi LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo đạt 6.9 nghìn tỷ đồng (-9% QoQ; gấp 7.7 lần YoY). Kết quả này được hỗ trợ bởi mức tăng 5% YoY của sản lượng bán, mức tăng 33% YoY của giá dầu Brent, cùng với crack spread cao hơn. Trong quý 3/2026, crack spread trung bình theo Platts Singapore đối với xăng RON 95/dầu diesel/nhiên liệu bay Jet A1 lần lượt đạt 27.8/62.9/60.7 USD/thùng (tương ứng gấp 1,3/2,2/2,3 lần YoY). Trung bình 9T 2026, crack spread của doanh nghiệp đối với xăng RON 95/dầu diesel/nhiên liệu bay Jet A1 hiện lần lượt đạt 9.9/40.8/42.6 USD/thùng (gấp 1.8/3.4/3.0 lần mức trung bình năm 2025). Mức crack spread trung bình chung đạt 31.1 USD/thùng, và ban lãnh đạo kỳ vọng mức trung bình cả năm sẽ đạt 32.0 USD/thùng.

(2) Tầm nhìn tăng trưởng 5 năm tới

BSR đã thông qua kế hoạch kinh doanh 5 năm 2026-2030, sau khi được PVN phê duyệt vào ngày 30/6/2026. Mục tiêu nhấn mạnh: (1) Tăng trưởng doanh thu bình quân khoảng 10%/năm và (2) Xác định M&A là một động lực tăng trưởng chính, bên cạnh việc phát triển sản phẩm mới. Đồng thời, PVN dự kiến duy trì tỷ lệ sở hữu tại BSR ở mức 90%.

Về tăng trưởng, BSR đặt mục tiêu tổng doanh thu lũy kế 943.2 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2030, trong đó doanh thu năm 2030 đạt 226.2 nghìn tỷ đồng. Đáng chú ý, kinh doanh quốc tế và M&A dự kiến đóng góp 66.2 nghìn tỷ đồng, tương đương 29% doanh thu năm 2030, trở thành động lực tăng trưởng lớn nhất trong 3 nhóm được xác định trong kế hoạch, vượt mức đóng góp 27% từ nhóm sản phẩm mới. Hai mục tiêu M&A được nêu cụ thể hiện gồm PVOIL Phú Mỹ và Saigon Petro.

Ở cấp độ lợi nhuận, BSR đặt mục tiêu LNTT hợp nhất 19.8 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2030, tương ứng biên LNTT bình quân khoảng 2.1%, trong khi tổng kế hoạch đầu tư của công ty mẹ đạt 56.3 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng các DNNN Việt Nam thường xây dựng kế hoạch theo hướng thận trọng.

(3) Kế hoạch thoái vốn nhà nước

PVN hiện đang sở hữu 92.13% vốn điều lệ BSR và dự kiến thoái tối thiểu 2.13% vốn nhằm đáp ứng quy định về tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (free-float) và điều kiện duy trì tư cách công ty đại chúng. Theo cập nhật từ ban lãnh đạo, kế hoạch đang

được triển khai đúng tiến độ, trong đó PVN đã chỉ định đơn vị tư vấn định giá doanh nghiệp với mục tiêu hoàn tất trước ngày 31/12/2026, làm cơ sở triển khai đấu giá công khai và hoàn thành thoái vốn trước ngày 11/03/2027. Việc giảm tỷ lệ sở hữu của PVN có thể cải thiện thanh khoản cổ phiếu BSR và tăng khả năng tiếp cận của nhà đầu tư tổ chức, dù lượng cổ phiếu chào bán có thể tạo áp lực cung trong ngắn hạn.

(4) Dự án nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất

Với tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng 1.2-1.5 tỷ USD, dự án hướng đến nâng công suất chế biến từ 148,000 thùng/ngày lên 171,000 thùng/ngày, đồng thời đưa chất lượng sản phẩm xăng dầu đạt tiêu chuẩn Euro V. Ngày 09/07/2026, BSR đã ký hợp đồng EPC trị giá gần 989 triệu USD với liên danh Chengda - BPE, thực hiện trọn gói các hạng mục thiết kế, mua sắm và thi công trong thời gian dự kiến 37 tháng. Đáng chú ý, giá trúng thầu EPC thấp hơn khoảng 18% so với giá trị gói thầu được phê duyệt ở mức 1.2 tỷ USD, qua đó mở ra khả năng tiết giảm chi phí đầu tư xây dựng cơ bản trên mỗi đơn vị công suất và cải thiện hiệu quả sinh lời của dự án. Tuy nhiên, lợi ích thực tế vẫn cần được xác nhận sau khi hoàn tất quyết toán, trong bối cảnh dự án còn đối mặt với một số rủi ro về cung ứng vật liệu san lấp và tiến độ lựa chọn, triển khai các hạng mục liên quan. Về dài hạn, dự án không chỉ gia tăng công suất mà còn nâng cấp cấu hình công nghệ, giúp Dung Quất linh hoạt hơn trong xử lý các loại dầu thô nhập khẩu từ Trung Đông, Mỹ và Tây Phi, qua đó giảm phụ thuộc vào nguồn dầu thô nội địa đang suy giảm và tăng khả năng tận dụng các biến động thuận lợi của chênh lệch giá dầu. Bên cạnh đó, việc đáp ứng tiêu chuẩn Euro V sẽ giúp BSR nâng cao năng lực cạnh tranh trước nguồn xăng dầu nhập khẩu trong khu vực. Ban lãnh đạo kỳ vọng dự án hoàn thành sau 37 tháng thi công, với kế hoạch đưa nhà máy nâng cấp vào vận hành từ năm 2028-2029, tùy theo tiến độ triển khai thực tế.

III. Định giá và khuyến nghị

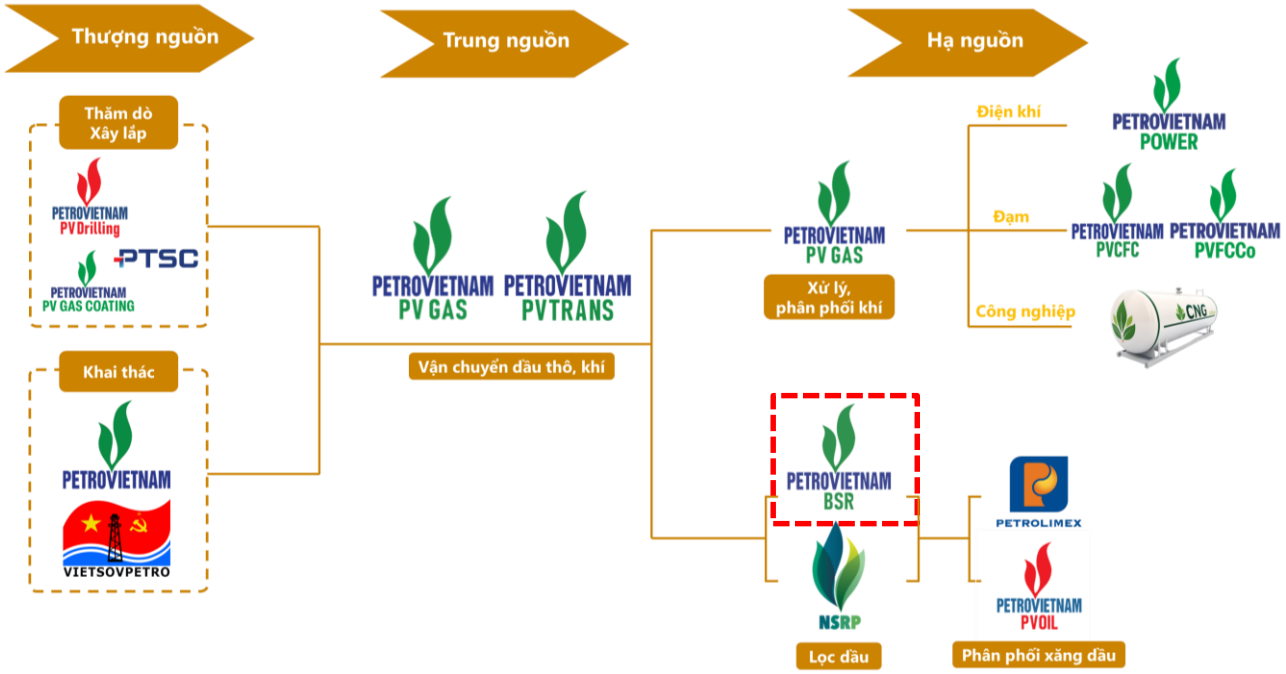
Với lợi nhuận hiện tại, BSR đang được giao dịch quanh mức P/E trượt 12 tháng 7.4x. Chúng tôi lưu ý rằng, P/E của BSR biến động khá mạnh vì bản chất hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp có tính chu kỳ cao khi lợi nhuận biến động theo giá hàng hoá (giá dầu). Có những giai đoạn P/E âm khi doanh nghiệp thua lỗ (2020) hay P/E tới hơn 60 lần đầu năm 2025 khi lợi nhuận về mức thấp. Hiện tại, P/E về mức thấp do doanh nghiệp đang ở giai đoạn đỉnh lợi nhuận lịch sử.

Haseco nâng dự phóng lợi nhuận so với báo cáo cập nhật trước đó, với kỳ vọng LNST năm 2026 có thể vượt mức 30,000 tỷ đồng (trong đó, quý 3 sẽ là quý có lợi nhuận cao nhất trong lịch sử doanh nghiệp). Và với doanh nghiệp mang tính chu kỳ cao, chúng tôi sử dụng mức P/E khá thận trọng 6.0x làm mức tham chiếu. Từ đó, đưa ra định giá với CTCP - Tổng Công ty Lọc Hoá dầu Việt Nam (HOSE: BSR) - khuyến nghị **MUA** và giá mục tiêu là **35,950 VNĐ/cổ phiếu,** tương ứng mức chênh lệch **23.7%** so với giá đóng cửa ngày 23/10/2026.

Định giá BSR	
Định giá PE	
Lợi nhuận 2026 (tỷ đồng)	30,000
P/E mục tiêu (x)	6.0
Định giá (VND)	**35,950**
Giá hiện tại (VND)	29,050
Chênh lệch	**23.7%**

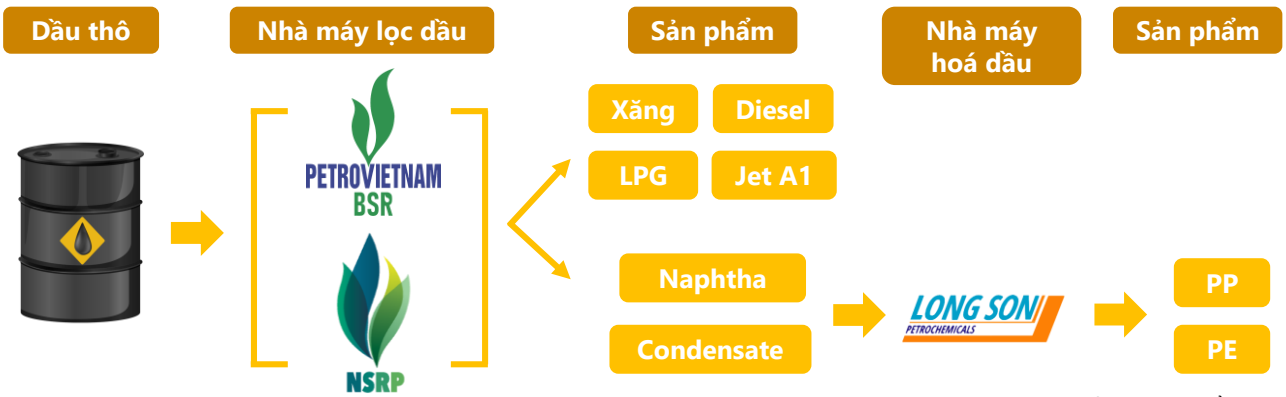
Nguồn: Haseco ước tính

Chuỗi giá trị ngành dầu khí Việt Nam



Nguồn: Haseco tổng hợp

Chuỗi giá trị lọc - hoá dầu Việt Nam



Nguồn: Haseco tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lôi kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho Haseco.

Haseco không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

TRỤ SỞ CHÍNH
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng
T: (0225) 3842.335
F: (0225) 3746.266
Email: dvkh@haseco.vn
Website: www.haseco.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội
T: (024) 3574.7020
F: (024) 3574.7019

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh
T: (028) 3920.7800
Fax: (028) 3920.7825