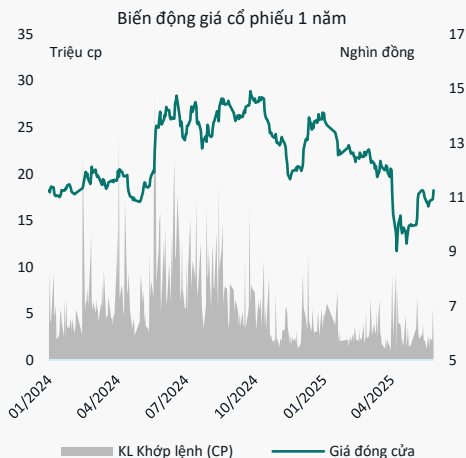


Khuyến nghị	TRUNG LẬP
Giá hiện tại	26,350
Giá mục tiêu	29,100
Lợi nhuận kỳ vọng	+10.49%

Thông tin giao dịch	
KLGD TB 3 tháng	5,631 triệu cp
SLCP lưu hành	5,007.3 triệu cp
Biên độ 52 tuần	11,000 - 37,900
Vốn hóa	127,435.80 tỷ đồng
Beta	1.00



Cổ đông lớn	
Tập đoàn Công nghiệp - Năng lượng Quốc gia Việt Nam.	91.13%
Cổ đông nước ngoài	1.25%
Khác	6.62%

HƯỞNG LỢI TỪ CRACK SPREAD VÀ NHU CẦU XĂNG E10

Khuyến nghị

Chúng tôi áp dụng kết hợp các phương pháp DCF và EV/EBITDA để xác định giá trị hợp lý và đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn (HOSE: BSR) với mức giá mục tiêu 29,100 đồng/cp (tăng 10.49% so với giá 26,350 ngày 09/07/2026).

Triển vọng doanh nghiệp

Trong ngắn hạn, năm 2026, việc công suất lọc dầu khu vực Châu Á suy giảm vào quý I và quý II được kỳ vọng tiếp tục hỗ trợ biên lợi nhuận của các sản phẩm trung gian, đặc biệt là diesel và Jet/Kerosene. Việc triển khai xăng E10 trên phạm vi toàn quốc có thể giúp doanh nghiệp bảo vệ đầu ra xăng nền và nâng mức sử dụng hạ tầng phối trộn, bên cạnh đó, các sản phẩm như SMFO, SAF và nhiên liệu sinh học mở ra tiềm năng đa dạng hóa danh mục.

Về dài hạn, dự án nâng cấp nhà máy dự kiến nâng công suất từ 148,000 lên 171,000 thùng/ngày, đồng thời tăng khả năng chế biến dầu thô đa dạng và sản xuất nhiên liệu tiêu chuẩn cao.

L luận điểm đầu tư

► Crack spread phục hồi, hỗ trợ lợi nhuận BSR trong năm 2026

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2026 của BSR đạt 201.0 nghìn tỷ đồng nhờ sự tăng mạnh của crack spread khi nguồn cung sản phẩm lọc dầu châu Á bị thắt chặt vào cuối quý I và quý II, điều này đã kéo biên lợi nhuận lọc dầu Singapore vượt 40 USD/thùng cuối tháng 3/2026.

Trong nhóm sản phẩm, crack spread Jet/Kerosene tăng từ 19.38 USD/thùng tháng 1 lên 83.92 USD/thùng tháng 4, diesel tăng từ khoảng 18.32-18.46 USD/thùng trong hai tháng đầu năm lên 78.64 USD/thùng vào tháng 4, tuy nhiên crack spread xăng phục hồi chậm do nhu cầu yếu vì áp lực từ chuyển đổi năng lượng sạch. Nhờ cơ cấu Jet/Kerosene và diesel đóng góp gần 50% doanh thu, chúng tôi cho rằng về dài hạn BSR sẽ có những biện pháp tối ưu cơ cấu sản phẩm, tăng tỷ trọng nhiên liệu hàng không và các sản phẩm giá trị cao nhằm giảm phụ thuộc vào crack spread xăng.

► Nền vận tải đa phân khúc hỗ trợ nhu cầu nhiên liệu

Nhu cầu nhiên liệu thành phẩm của BSR được hỗ trợ bởi nền vận tải đa phân khúc. Năm 2026, Việt Nam đặt mục tiêu ngành hàng không đạt 95 triệu hành khách và 1.6 triệu tấn hàng hóa, tăng lần lượt 13% và 15% YoY. Về dài hạn, du lịch hướng tới 45-50 triệu khách quốc tế vào 2030, hệ thống sân bay đạt 275.9-278 triệu hành khách và 4.1 triệu tấn hàng hóa/năm, trong khi cảng biển đạt 1.2-1.4 tỷ tấn hàng hóa và 46.3-54.3 triệu TEU, giúp hỗ trợ nhu cầu Jet A-1 và nhiên liệu hàng hải.

Bên cạnh đó, dù điện hóa đang diễn ra nhanh khi trong Q1/2026, xe máy điện tăng 219% YoY và ô tô điện tăng 53% YoY, nhóm ô tô xăng/dầu/hybrid vẫn tăng 31% YoY và xe máy xăng tăng 8.3% YoY, cho thấy nhu cầu xăng dầu chưa suy yếu tức thời, đồng thời giúp BSR duy trì sản lượng tiêu thụ và thích nghi dần sang E10, nhiên liệu sinh học, diesel, Jet A-1 và nhiên liệu hàng hải.

Rủi ro

Rủi ro về crack spread là biến số chi phối trực tiếp lợi nhuận cốt lõi của BSR. Sau khi cải thiện đáng kể trong đầu năm 2026, biên lọc dầu có thể thu hẹp do nguồn cung sản phẩm tại châu Á phục hồi khi hoạt động vận chuyển qua eo biển Hormuz được cải thiện. Kuwait tăng mạnh sản lượng dầu trong tháng 6, trong khi nhiều tàu chở dầu của Saudi Arabia đã rời eo biển để phục vụ xuất khẩu sang châu Á.

BSR vẫn đối mặt rủi ro tiến độ tại Dự án NCMR dù công tác san lấp mặt bằng hiện vượt kế hoạch, dự kiến kéo dài khoảng 10 tháng và hợp đồng EPC bước vào giai đoạn ký kết từ ngày 09/07/2026. Dù vậy, tiến độ dự án vẫn phụ thuộc lớn vào các bước sau EPC, nếu phát sinh chậm trễ, vận hành thương mại có thể bị lùi sang năm 2029, làm chậm ghi nhận công suất tăng thêm 23,000 thùng/ngày. Đồng thời, kế hoạch bảo dưỡng tổng thể TA6 trong năm 2027 có thể tạo khoảng trống sản lượng và làm tăng chi phí, đặc biệt nếu trùng với giai đoạn triển khai mở rộng công suất.

Tổng quan kết quả kinh doanh 2025

► Kết quả hoạt động kinh doanh 2025

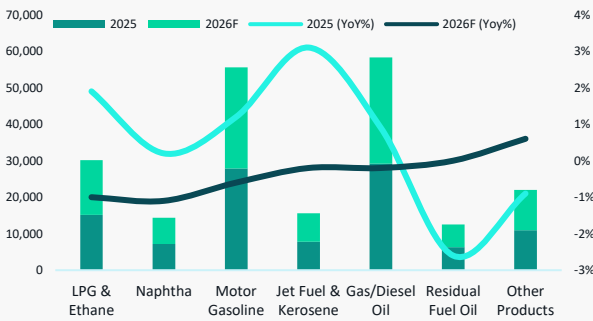
	2024	2025	YoY	Nhận định của Kafi
Doanh thu thuần	123,027.1	141,582.1	15.1%	Doanh thu thuần năm 2025 đạt 141,582 tỷ đồng, tăng 15.1% so với năm 2024, chủ yếu đến từ hoạt động sản xuất ổn định sau kỳ bảo dưỡng lần thứ 5 vào năm 2024 và mặt bằng giá dầu duy trì ở mức ổn định trong phần lớn thời gian của năm.
Giá vốn hàng bán	122,536.0	135,468.2	10.6%	
Lợi nhuận gộp	491.1	6,113.9	1145.0%	Biên lợi nhuận gộp năm 2025 cải thiện mạnh từ 0.4% lên 4.3%, nhờ mức nền thấp của năm 2024. Trong năm 2024, nhu cầu sản phẩm lọc dầu châu Á phục hồi chậm, nhưng nguồn cung duy trì mức cao, khiến crack spread xăng và diesel thu hẹp. Sang năm 2025, điều kiện thị trường thuận lợi, giúp lợi nhuận gộp tăng mạnh 6,114 tỷ đồng.
Biên lợi nhuận gộp	0.40%	4.32%		
Thu nhập tài chính	2,230.4	1,917.3	-14.0%	Năm 2025, thu nhập tài chính khoảng 1,917.3 tỷ đồng, giảm 14.0% svck, do không còn khoản thu nhập bất thường 388 tỷ đồng liên quan đến chấm dứt hợp nhất công ty con Biofuel đã được ghi nhận trong năm 2024.
Chi phí tài chính	799.9	481.1	-39.9%	Chi phí tài chính năm 2025 giảm 39.9%, nhờ lỗ chênh lệch tỷ giá giảm mạnh và việc BSR không còn hợp nhất kết quả của BSR-BF.
Chi phí bán hàng	652.1	824.4	26.4%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	561.4	751.4	33.9%	
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	708.1	5,974.4	743.8%	Lợi nhuận thuần từ HĐKD năm 2025 tăng 743.8%, động lực chính đến từ Nhà máy Lọc dầu Dung Quất vận hành liên tục sau bảo dưỡng năm 2024, tăng khoảng 20%, công suất có thời điểm 120%. Hiệu quả vận hành cải thiện khi tỷ lệ năng lượng tự tiêu thụ và hao hụt giảm còn 7.2%.
Thu nhập khác, ròng	27.9	30.3	8.6%	
Lợi nhuận trước thuế	736.0	6,004.7	715.9%	
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	135.2	787.7	482.8%	
Lợi nhuận sau thuế	591.1	5,217.0	782.6%	LNST hợp nhất năm 2025 của BSR đạt 5,217 tỷ đồng, hoàn thành khoảng 694% kế hoạch năm ban đầu là 752 tỷ đồng.

Tổng quan ngành

► Chuyển dịch năng lượng làm thay đổi nhu cầu dầu

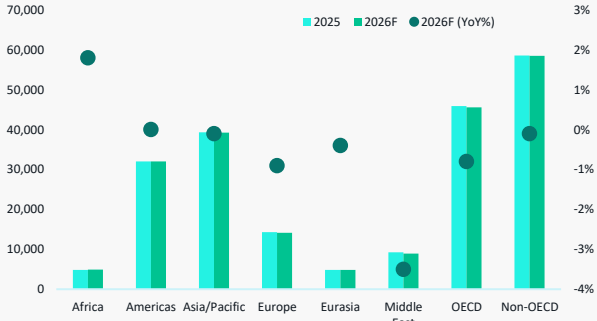
Nhu cầu dầu toàn cầu theo sản phẩm

Đơn vị: kb/day | Nguồn: IEA, Kafi Research



Nhu cầu dầu toàn cầu theo khu vực

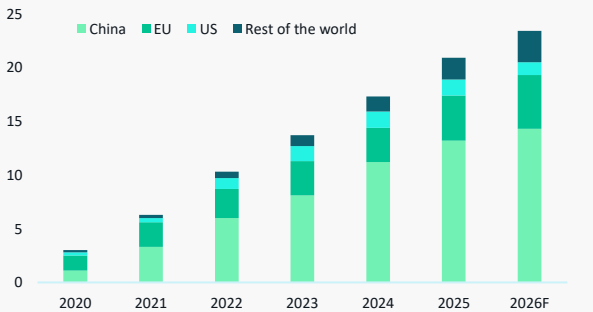
Đơn vị: kb/day | Nguồn: IEA, Kafi Research



Thị trường dầu toàn cầu năm 2026 chịu cú sốc nguồn cung nghiêm trọng do xung đột Trung Đông và vận chuyển qua eo biển Hormuz bị hạn chế, nhu cầu dầu được dự báo giảm 420 nghìn thùng/ngày svck, xuống khoảng 104 triệu thùng/ngày, thấp hơn 1.3 triệu thùng/ngày so với dự báo trước chiến tranh. Hóa dầu và hàng không là hai ngành chịu tác động sớm nhất do thiếu nguyên liệu, gián đoạn hoạt động và giá nhiên liệu tăng cao, bên cạnh đó, môi trường kinh tế suy yếu và các biện pháp tiết kiệm năng lượng có thể tiếp tục kéo giảm nhu cầu. Chúng tôi cho rằng triển vọng tích cực sẽ nghiêng về các nhà máy có nguồn dầu đầu vào đa dạng hóa và ổn định, vị trí logistics thuận lợi và khả năng duy trì công suất cao, ngược lại, các nhà máy phụ thuộc vào nguồn cung Trung Đông hoặc thiếu khả năng linh hoạt nguyên liệu sẽ chịu rủi ro gián đoạn và chi phí cao hơn. Năm 2026 là giai đoạn biên lợi nhuận ngành có thể duy trì cao, nhưng mức độ hưởng lợi phân hóa mạnh từng doanh nghiệp.

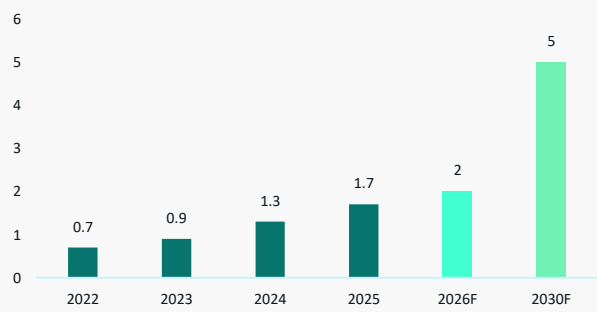
Doanh số ô tô điện toàn cầu

Đơn vị: triệu USD | Nguồn: IEA, Kafi Research



Nhu cầu dầu bị xe điện thay thế

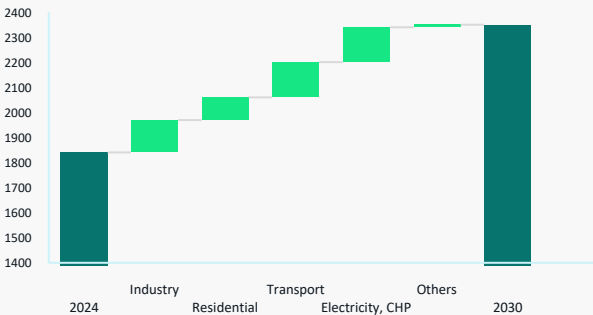
Đơn vị: mb/day | Nguồn: IEA, ước tính, Kafi Research



Năm 2025, doanh số ô tô điện toàn cầu đạt khoảng 20.9 triệu chiếc và dự báo tăng gần 12% lên 23.4 triệu chiếc trong năm 2026, trong đó, Trung Quốc dẫn đầu với tăng từ 13.2 lên 14.3 triệu chiếc vào năm 2026, chiếm hơn 60% thị trường toàn cầu, Châu Âu tăng từ 4.2 lên 5.0 triệu chiếc và các thị trường mới nổi tăng lên 2.9 triệu chiếc năm 2026, trong khi Mỹ có thể giảm từ 1.5 xuống 1.2 triệu chiếc do chính sách hỗ trợ kém thuận lợi hơn. Cùng với sự gia tăng doanh số, quy mô xe điện lưu hành ngày càng lớn khiến lượng dầu bị thay thế từ 1.7 triệu thùng/ngày năm 2025 lên khoảng 2.0 triệu thùng/ngày năm 2026 theo chúng tôi ước tính, bởi mỗi xe điện mới không chỉ làm giảm nhu cầu nhiên liệu trong năm bán ra mà còn tiếp tục thay thế xăng và diesel suốt vòng đời sử dụng.

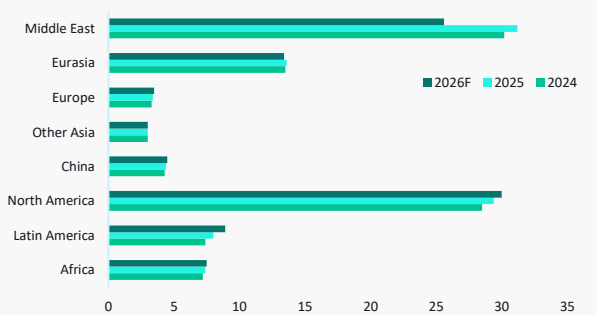
Tăng trưởng khí sinh học toàn cầu theo mục đích sử dụng

Đơn vị: PJ/year | Nguồn: IEA, Kafi Research



Cung dầu toàn cầu theo khu vực

Đơn vị: mb/day- Nguồn: IEA, Kafi Research



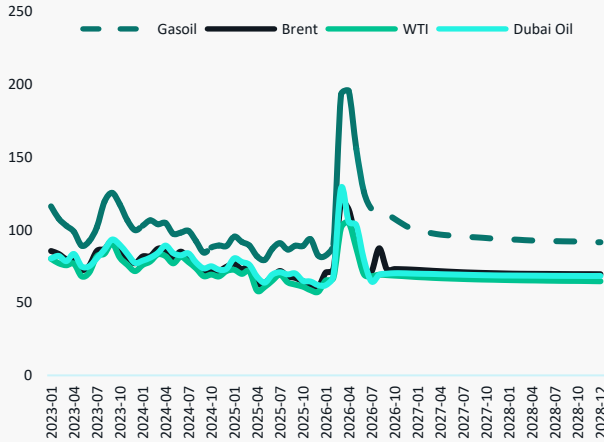
Nguồn cung dầu toàn cầu dự báo giảm từ 106.2 triệu thùng/ngày năm 2025 còn 102.2 triệu thùng/ngày trong năm 2026, chủ yếu đến từ sản lượng Trung Đông giảm mạnh từ 31.2 xuống 25.6 triệu thùng/ngày do gián đoạn địa chính trị, trong khi Bắc Mỹ và Mỹ Latinh vẫn tăng lần lượt lên 30.0 và 8.9 triệu thùng/ngày, cho thấy nguồn cung năm 2026 giảm mang tính ngắn hạn và khu vực hơn là hệ quả của chuyển đổi năng lượng. Tuy nhiên, áp lực thay thế dầu diễn ra ngày càng rõ nét khi sản lượng biogas toàn cầu dự báo tăng từ khoảng 1,800 PJ/năm năm 2024 lên gần 2,400 PJ/năm vào 2030 và biomethane có thể thay thế khí LNG, LPG và một phần nhiên liệu dầu trong giao thông, công nghiệp và phát điện. Công suất điện tái tạo toàn cầu kỳ vọng tăng thêm khoảng 4,600 GW trong 2025 - 2030, với điện mặt trời chiếm gần 80% mức mở rộng.

Theo chúng tôi, sự thay thế này không làm sản lượng dầu giảm ngay, nhưng làm chậm tăng trưởng nhu cầu xăng, diesel và nhiên liệu phát điện gây áp lực dài hạn lên đầu tư khai thác và hoạt động lọc dầu, buộc các nhà máy phải dịch chuyển cơ cấu sản phẩm sang nhiên liệu hàng không, hóa dầu và các sản phẩm công nghiệp khó bị thay thế hơn.

► Bức tranh ngành lọc dầu và biên lợi nhuận lọc dầu toàn cầu

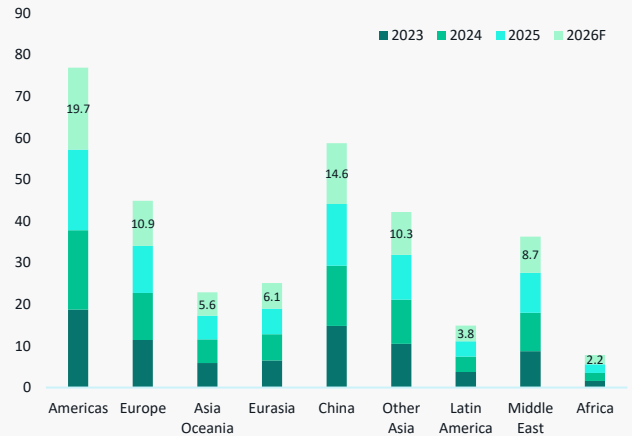
Giá dầu và giá sản phẩm lọc dầu

Đơn vị: USD/thùng | Nguồn: Investing, CME group, Kafi Research



Lượng dầu thô chế biến tại các nhà máy lọc dầu toàn cầu

Đơn vị: mb/day | Nguồn: IEA, Kafi Research

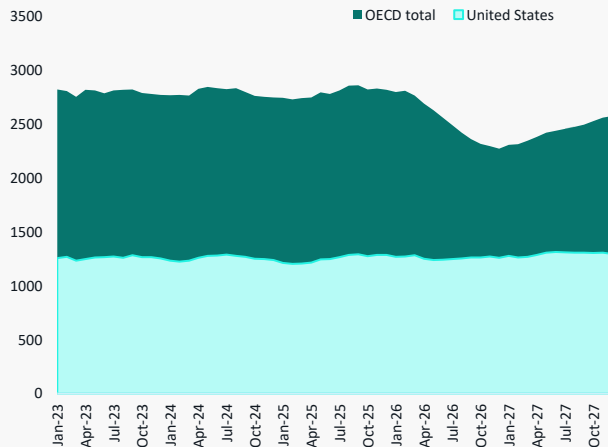


Giai đoạn 2023-2025, lượng dầu thô chế biến toàn cầu tăng từ 82.3 lên 83.9 triệu thùng/ngày, trong đó OECD đi ngang quanh 36 triệu thùng/ngày, phần lớn đến từ Non-OECD khi nhiên liệu đầu vào tăng từ 46.3 lên 47.6 triệu thùng/ngày, cho thấy động lực mở rộng hoạt động lọc dầu tập trung tại các nền kinh tế mới nổi, nơi nhu cầu vận tải, công nghiệp và hàng không vẫn duy trì cao. Sang năm 2026, lượng nguyên liệu này được dự báo giảm 1.6 triệu thùng/ngày xuống 82.3 triệu thùng/ngày, trong đó OECD giảm nhẹ từ 36.4 xuống 36.3 triệu thùng/ngày, trong khi Non-OECD giảm mạnh từ 47.6 xuống 46.1 triệu thùng/ngày, mức suy giảm này phản ánh gián đoạn nguồn cung dầu thô, hạn chế logistics và cắt giảm công suất ngắn hạn, thay vì sự suy yếu đồng đều của nhu cầu sản phẩm dầu.

Diễn biến giá dầu vào tháng 6/2026 phản ánh sự chuyển dịch nhanh từ lo ngại thiếu hụt sang kỳ vọng nguồn cung được cải thiện. Trước đó, căng thẳng Mỹ-Israel-Iran cùng gián đoạn tại Eo biển Hormuz đã đẩy Brent, Dubai, WTI và giá sản phẩm lọc dầu tăng mạnh; riêng Q2/2026, lượng dầu chế biến dự báo giảm khoảng 4.5 triệu thùng/ngày, gây ra nguồn cung xăng, diesel và jet fuel bị thắt chặt, khiến Singapore Gasoil và Mogas tăng nhanh hơn dầu thô, giúp mở rộng crack spread và hỗ trợ biên lọc dầu. Tuy nhiên, áp lực giá đang hạ nhiệt khi các tàu dầu dần rời Hormuz, giúp biên lọc dầu vẫn được hỗ trợ trong ngắn hạn nhưng sẽ thu hẹp dần khi nguồn cung toàn cầu phục hồi.

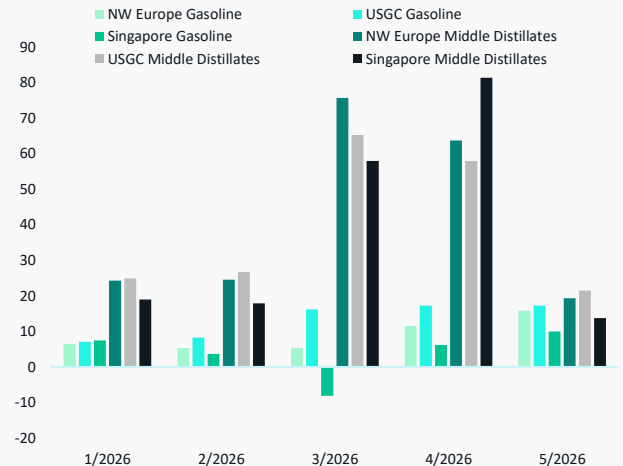
Biến động tồn kho dầu OECD

Đơn vị: triệu thùng | Nguồn: EIA, Kafi Research



Cracksread toàn cầu theo khu vực và nhóm sản phẩm

Đơn vị: USD/bbl- Nguồn: IEA, Kafi Research

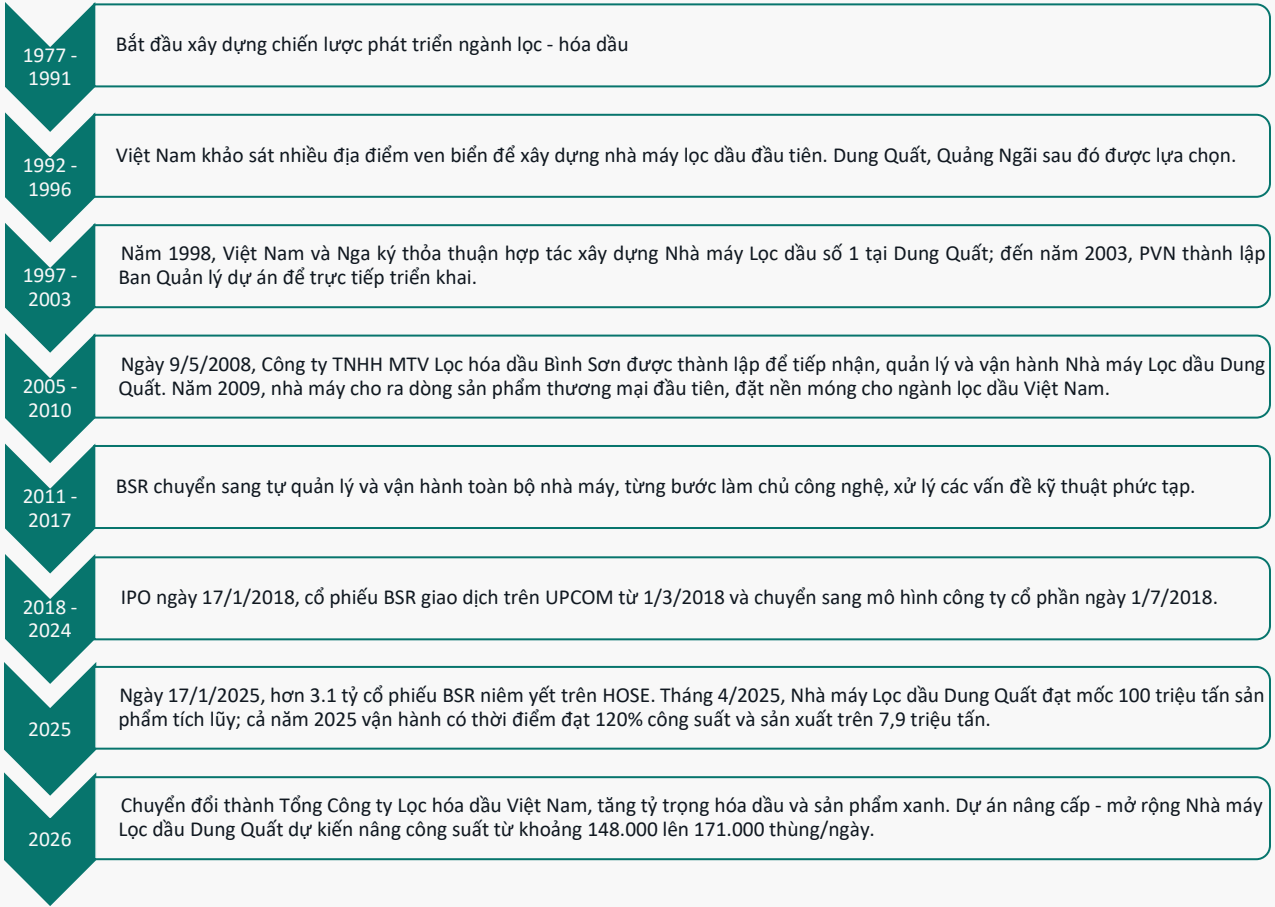


Với tồn kho dầu thương mại OECD và biên chênh lệch giá sản phẩm lọc dầu cho thấy ngành lọc dầu năm 2026 chịu tác động từ thiếu hụt nguồn cung ngắn hạn và xu hướng chuyển dịch năng lượng dài hạn. Trong năm 2025, tồn kho OECD dao động quanh 2.7-2.9 tỷ thùng và từ quý II/2026, tồn kho dầu của OECD dự báo bước vào chu kỳ giảm mạnh, từ khoảng 2,794 triệu thùng đầu năm xuống còn 2,269 triệu thùng vào cuối năm, tương đương hơn 500 triệu thùng. Trong đó, tồn kho tại Mỹ vẫn duy trì ổn định quanh 1.2-1.3 tỷ thùng, nhờ khả năng tự cân đối nguồn cung sản lượng nội địa và hệ thống dự trữ lớn, trong khi châu Âu và khu vực châu Á-Thái Bình Dương phụ thuộc nhiều vào dầu nhập khẩu.

Theo đó, biên chênh lệch giá của nhóm sản phẩm chưng cất trung bình, chủ yếu gồm diesel và nhiên liệu hàng không, tăng mạnh tại Tây Bắc châu Âu, Bờ Vịnh Mỹ và Singapore. Trong tháng 4/2026, biên này đạt khoảng 63.63 USD/thùng tại Tây Bắc châu Âu, 57.93 USD/thùng tại Bờ Vịnh Mỹ và 81.28 USD/thùng tại Singapore. Ngược lại, biên chênh lệch giá xăng phân hóa rõ rệt tại từng khu vực, cho thấy nhu cầu xăng yếu hơn trong khi giá dầu thô đầu vào tăng nhanh, bên cạnh đó, xe điện, nhiên liệu sinh học và năng lượng tái tạo cũng đang làm chậm nhu cầu xăng về mặt cấu trúc, trong khi diesel và nhiên liệu hàng không vẫn khó thay thế trong vận tải hàng hóa, công nghiệp và hàng không.

Tổng quan doanh nghiệp

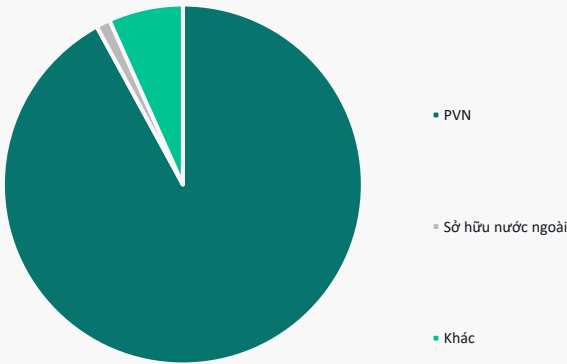
Lịch sử hình thành



Cơ cấu cổ đông

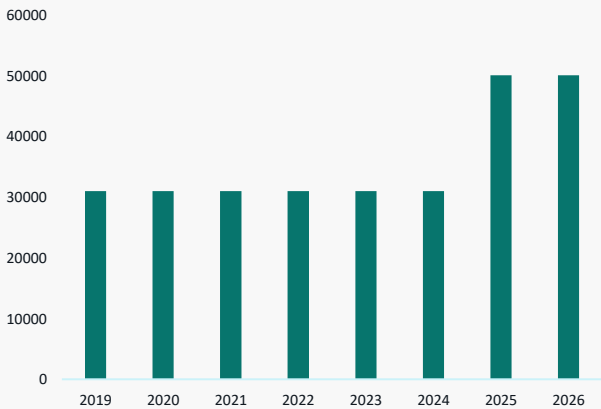
Cơ cấu cổ đông của BSR

Đơn vị: % | Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Vốn điều lệ

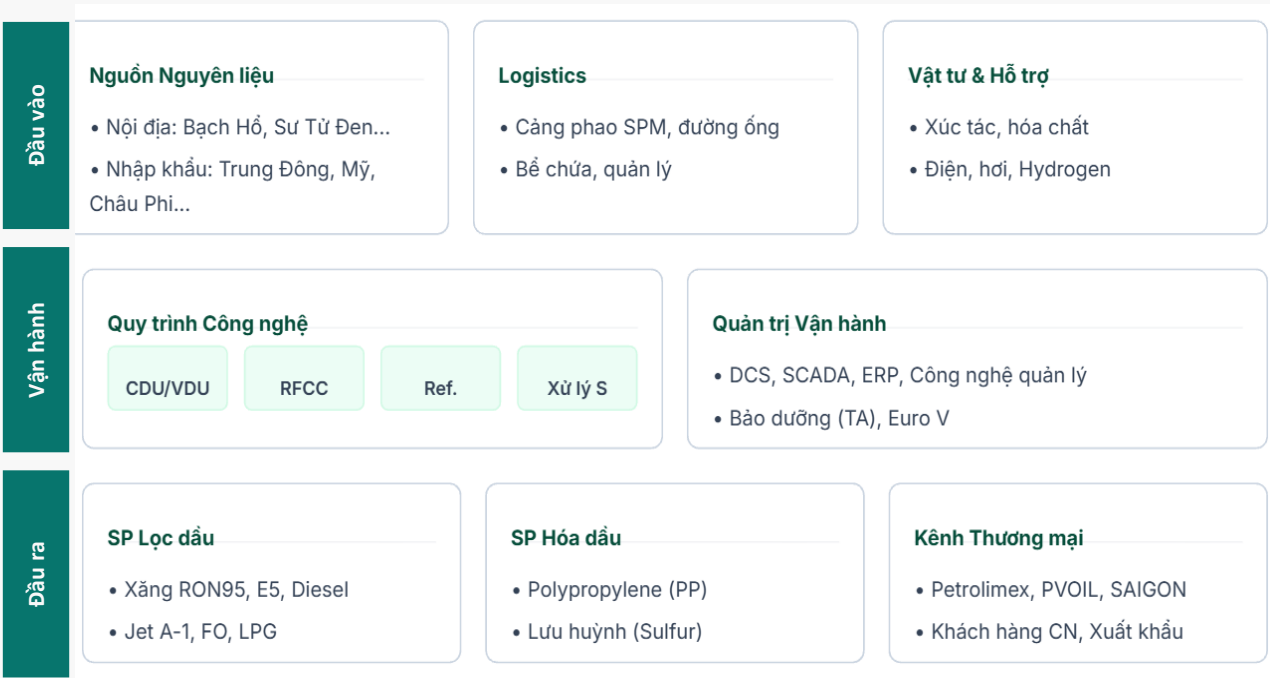
Đơn vị: tỷ đồng | Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Cơ cấu cổ đông của BSR có mức độ tập trung cao khi PVN nắm giữ 91.13% vốn, giúp duy trì quyền chi phối đối với các quyết định chiến lược, kế hoạch đầu tư và định hướng phát triển dài hạn.

Về vốn điều lệ, BSR duy trì mức khoảng 31,005 tỷ đồng trong giai đoạn 2019 - 2024, trước khi tăng mạnh lên khoảng 50,073 tỷ đồng năm 2025, tương đương mức tăng 61.5%. Việc tăng vốn được thực hiện thông qua phát hành cổ phiếu trả cổ tức với tỷ lệ 30% và phát hành cổ phiếu từ nguồn vốn chủ sở hữu với tỷ lệ 31.5%, giao dịch này không làm phát sinh ngay dòng tiền mới mà chủ yếu chuyển lợi nhuận giữ lại và các quỹ thuộc vốn chủ sở hữu sang vốn điều lệ. Việc tăng vốn giúp BSR củng cố quy mô vốn, cải thiện khả năng huy động vốn vay và chuẩn bị nguồn lực cho dự án nâng cấp - mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất cùng các dự án lọc hóa dầu dài hạn.

► **Mô hình vận hành**

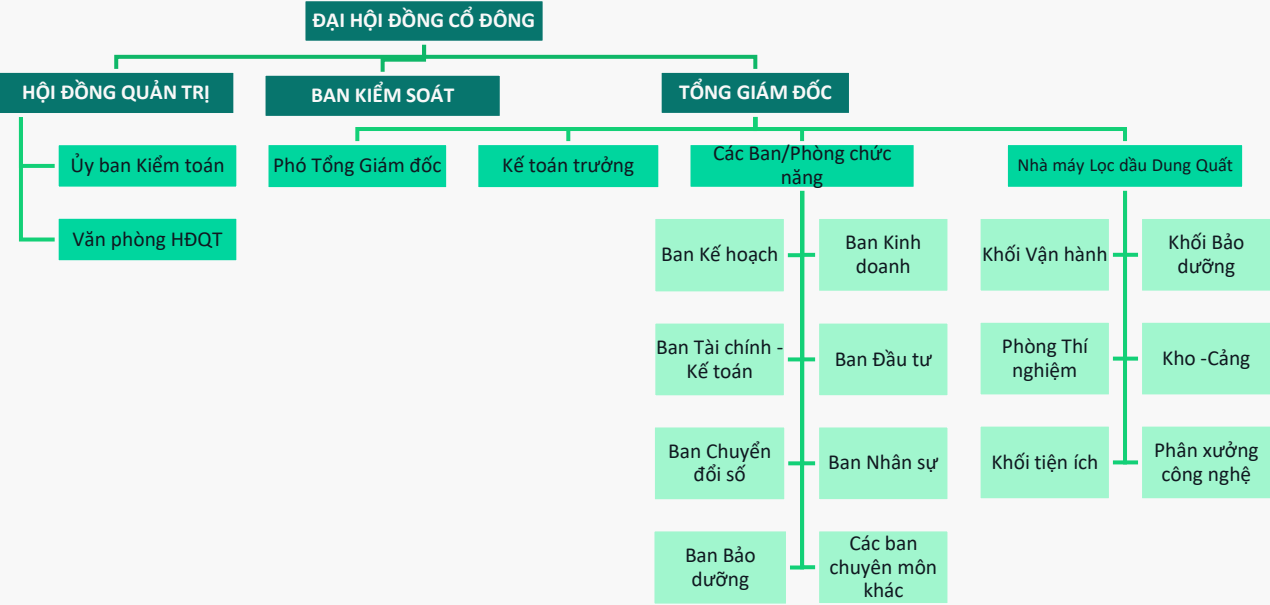


Chuỗi giá trị của BSR được chia thành ba khâu chính gồm đầu vào, sản xuất và đầu ra. Ở khâu đầu vào, BSR thu mua dầu thô từ các mỏ trong nước như Bạch Hổ, Sư Tử Đen, Đại Hùng,... gồm 10 chủng loại, đồng thời nhập khẩu 23 chủng loại dầu thô từ Trung Đông, châu Phi, Mỹ và châu Á và 3 loại nguyên liệu trung gian nhằm tối ưu chi phí và hiệu quả chế biến. Dầu thô được tiếp nhận qua hệ thống cảng phao SPM, vận chuyển đến kho chứa để kiểm định và phối trộn trước khi đưa vào sản xuất. Ngoài dầu thô, doanh nghiệp còn sử dụng xúc tác, hóa chất, hydrogen, ethanol, điện, hơi nước và hệ thống tự động hóa để đảm bảo vận hành ổn định.

Về sản xuất, dầu thô được xử lý thông qua chuỗi công nghệ gồm chưng cất khí quyển (CDU), chưng cất chân không (VDU), RFCC, reforming, hydrotreater và isomerization để tạo ra các sản phẩm nhiên liệu đạt tiêu chuẩn Euro V. Trong năm 2025, Nhà máy Lọc dầu Dung Quất duy trì công suất vận hành trên 119% công suất thiết kế, với sản lượng chế biến gần 7.94 triệu tấn, phản ánh khả năng tối ưu vận hành và khai thác hiệu quả.

Ở đầu ra, BSR cung cấp các sản phẩm chủ lực gồm xăng, dầu diesel, nhiên liệu phản lực Jet A-1, LPG, polypropylene (PP), dầu nhiên liệu và lưu huỳnh, được tiêu thụ chủ yếu thông qua các đầu mối lớn như Petrolimex, PVOIL và các khách hàng công nghiệp, đồng thời đẩy mạnh xuất khẩu khi điều kiện thị trường thuận lợi. Năm 2025, BSR đạt sản lượng tiêu thụ khoảng 7,91 triệu tấn, tiếp tục khẳng định vai trò là một trong hai doanh nghiệp lọc dầu lớn nhất, góp phần quan trọng vào an ninh năng lượng Việt Nam.

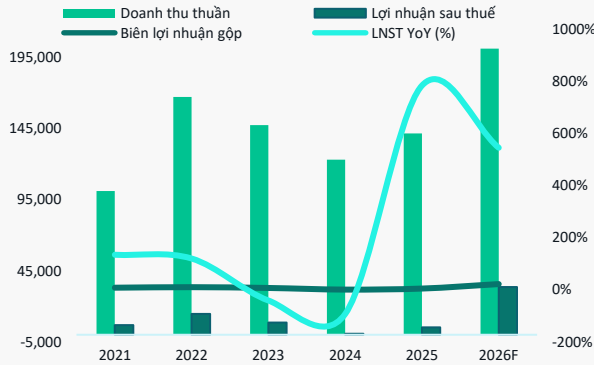
► **Cơ cấu tổ chức**



► **Hoạt động kinh doanh của BSR**

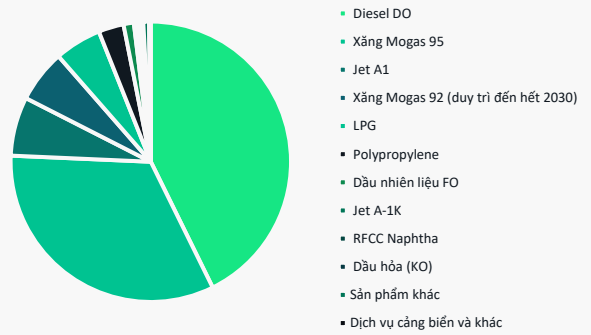
Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của BSR

Đơn vị: Tỷ đồng - Nguồn: BSR, Kafi Research



Cơ cấu doanh thu theo từng mảng của BSR

Đơn vị: % - Nguồn: BSR, Kafi Research



Doanh thu thuần năm 2025 đạt khoảng 141.6 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận gộp tăng lên 6,114 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 0.4% lên 4.32%, nhờ sản lượng tiêu thụ tăng, Nhà máy Lọc dầu Dung Quất vận hành ổn định và chênh lệch giá sản phẩm so với dầu thô đầu vào cải thiện. Sang năm 2026, chúng tôi dự phóng lợi nhuận gộp đạt khoảng 42,203.24 tỷ đồng, tương ứng biên lợi nhuận gộp 21.0%, nhờ crack spread các sản phẩm lọc dầu tăng đột biến từ tháng 3, duy trì mức cao vào tháng 4 và tháng 5, giúp BSR hưởng lợi rõ rệt trong quý I và quý II. Tuy nhiên, từ cuối tháng 6/2026, crack spread bắt đầu thu hẹp khi nguồn cung dầu thô dần phục hồi, phần lớn cải thiện lợi nhuận năm 2026 được kỳ vọng tập trung nửa đầu năm và biên lợi nhuận nửa cuối năm có xu hướng bình thường hóa.

Về cơ cấu doanh thu năm 2025 tập trung vào các sản phẩm nhiên liệu đường bộ, trong đó dầu Diesel DO chiếm 42.72% và xăng Mogas 95 chiếm 32.98%, tương ứng tổng tỷ trọng gần 76%. Nếu cộng thêm Mogas 92, ba nhóm sản phẩm này đóng góp khoảng 82% doanh thu, cho thấy kết quả kinh doanh của BSR phụ thuộc lớn vào nhu cầu vận tải. Các nhóm còn lại có tỷ trọng nhỏ hơn, gồm Jet A1 chiếm 6.80%, LPG chiếm 5.40% và polypropylene đạt 2.91%.

► **Mở rộng nhà máy, tăng công suất sản xuất**

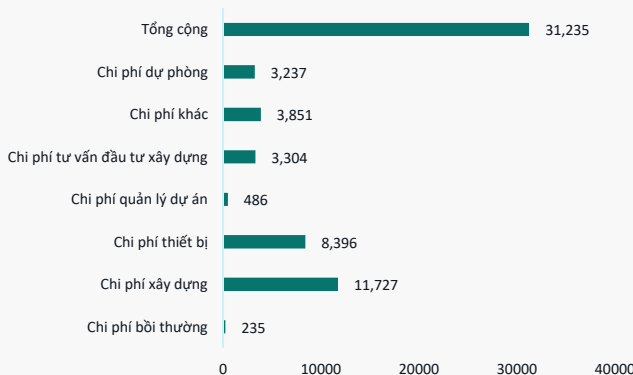
Sản lượng sản xuất trước và sau khi nâng cấp

Nguồn: Quyết định số 482/QĐ-TTg, Kafi Research

Sản phẩm	Đơn vị tính/ngày	Công suất trước mở rộng	Công suất sau mở rộng	Tăng trưởng sản lượng (%)
Khí LPG	Tấn	1,018	1,049	3%
Propylen/Polypropylen	Tấn	462	685	48%
Xăng các loại	Nghìn thùng	65.9	79.7	21%
Jet A-1/Kerosene	Nghìn thùng	5.3	13.1	147%
Diesel (DO)	Nghìn thùng	53.2	59.2	11%
Nhiên liệu FO	Nghìn thùng	7	0	-100%
Lưu huỳnh	Tấn	13	56.7	336%
Công suất dầu thô chế biến	Nghìn thùng	148	171	16%

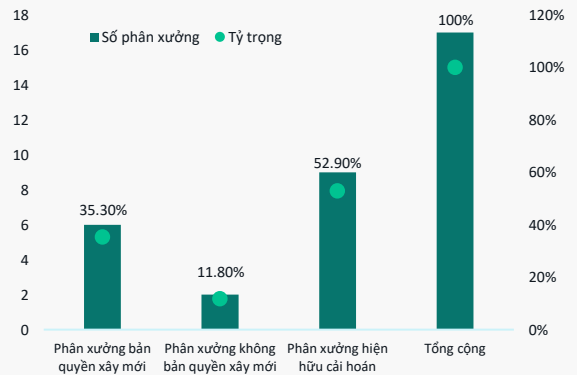
Vốn đầu tư mở rộng nhà máy

Đơn vị: tỷ đồng - Nguồn: Quyết định số 482/QĐ-TTg, Kafi Research



Quy mô nâng cấp các phân xưởng công nghệ

Đơn vị: Số phân xưởng, % - Nguồn: BSR, Kafi Research

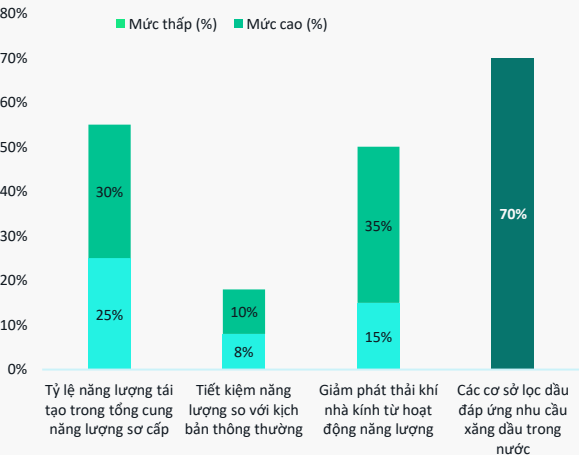


Dự án Nâng cấp và mở rộng NMLD Dung Quất là động lực tăng trưởng dài hạn quan trọng của BSR. Theo kế hoạch ban đầu, dự án có tổng vốn đầu tư khoảng 31,235 tỷ đồng, tương đương 1.26 tỷ USD, với cơ cấu 40% vốn chủ sở hữu và 60% vốn vay; hợp đồng EPC dự kiến kéo dài 37 tháng và mục tiêu vận hành từ quý I/2028. Về mặt bằng, ngày 24/10/2025, tỉnh Quảng Ngãi đã bàn giao 40.95 ha cho BSR, đồng thời doanh nghiệp được miễn tiền thuê đất trong giai đoạn xây dựng đến hết quý I/2028 và tiếp tục được miễn trong 19 năm, từ tháng 3/2028 đến tháng 3/2047, giúp giảm một phần áp lực chi phí dài hạn.

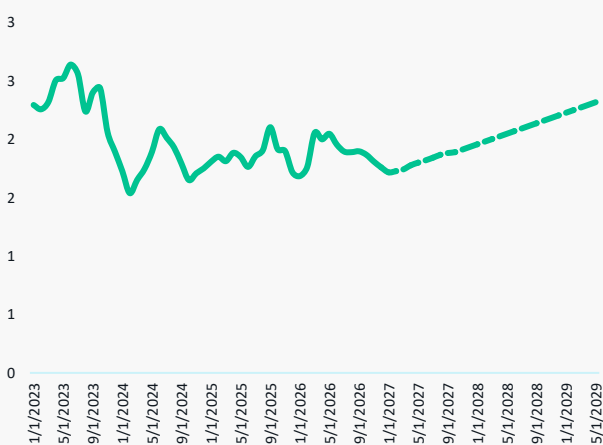
Theo cập nhật mới, tổng mức đầu tư dự án đã được điều chỉnh lên khoảng 36,397 tỷ đồng và BSR đã hoàn tất lựa chọn nhà thầu EPC và dự kiến ký hợp đồng ngày 09/07/2026, tuy nhiên tiến độ hoàn thành có thể lùi về cuối năm 2028 do độ phức tạp kỹ thuật và một số vướng mắc về cơ chế hỗ trợ, bao gồm hedging trong đầu năm. Khi đi vào vận hành, công suất chế biến của nhà máy sẽ tăng từ 148,000 lên 171,000 thùng/ngày. Dự án bổ sung 6 phân xưởng công nghệ bản quyền và 2 phân xưởng không bản quyền, giúp BSR đa dạng hóa đầu thô đầu vào và sản xuất nhiên liệu đạt chuẩn Euro V. Song song với mở rộng công suất, BSR đang đẩy mạnh chuyển đổi sang mô hình nhà máy thông minh thông qua Digital Twin, Predictive Maintenance và hệ sinh thái dữ liệu hợp nhất trên Microsoft Fabric, giúp theo dõi thiết bị theo thời gian thực, cảnh báo sớm rủi ro, tối ưu chế độ vận hành và giảm phụ thuộc vào kinh nghiệm cá nhân. Riêng Digital Twin tại phân xưởng RFCC dự kiến tạo thêm 4.5-9.1 triệu USD mỗi năm từ năm 2027. Về dài hạn, sự kết hợp giữa mở rộng công suất và số hóa vận hành sẽ hỗ trợ BSR cải thiện hiệu quả sản xuất, giảm rủi ro gián đoạn và củng cố luận điểm tăng trưởng sau giai đoạn 2028-2029.

► E10 dẫn dắt nhiên liệu sạch, SMFO mở rộng danh mục xanh

Mục tiêu chính phủ đối với nhiên liệu xanh
Đơn vị: %- Nguồn: Nghị quyết 70-NQ/TW, Kafi Research

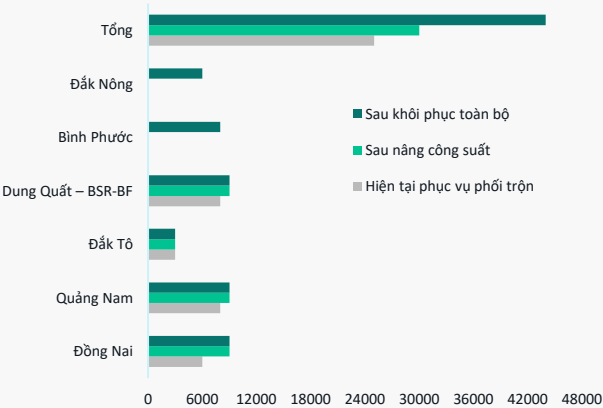


Giá ethanol
Đơn vị: USD/gallon - Nguồn: Investing, CME group, Kafi Research

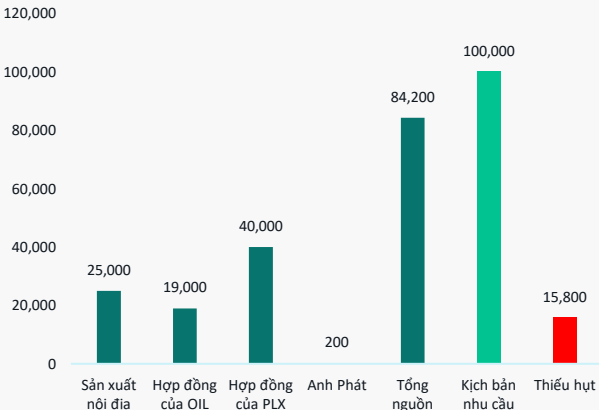


GDP của Việt Nam năm 2025 tăng 8.02% và quý II/2026 đạt 8.39% nhờ mở rộng sản xuất, tiêu dùng và đầu tư hạ tầng, điều này tiếp tục kéo nhu cầu năng lượng đi lên. Trong bối cảnh đó, Nghị quyết 70-NQ/TW đặt mục tiêu đến năm 2030 nâng tỷ lệ năng lượng tái tạo lên 25-30%, tiết kiệm 8-10% năng lượng, giảm 15-35% phát thải khí nhà kính và bảo đảm các cơ sở lọc dầu trong nước đáp ứng tối thiểu 70% nhu cầu xăng dầu và việc triển khai xăng E10 trên toàn quốc từ 1/6/2026 là bước đi đầu tiên trong lộ trình mở rộng nhiên liệu sinh học. Trên thế giới, xu hướng tăng tỷ lệ pha trộn ethanol ngày càng rõ nét khi Ấn Độ nâng tỷ lệ pha trộn ethanol từ 1.53% năm 2013 lên gần 20% năm 2025 và Brazil cũng nâng tỷ lệ ethanol bắt buộc trong xăng từ 27% lên 30% từ tháng 8/2025, sự chuyển đổi này tạo nhu cầu ethanol trong dài hạn, giúp giá phục hồi lên gần 1.95 USD/gallon vào 6/2026 và kỳ vọng tăng khoảng 2.3 USD/gallon năm 2029.

Công suất các nhà máy ethanol nội địa
Đơn vị: m³/tháng - Nguồn: Bộ Công Thương, Kafi Research

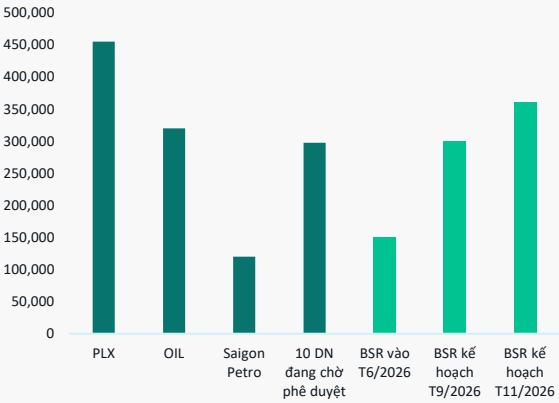


Nguồn cung ethanol đáp ứng triển khai E10 toàn quốc
Đơn vị: m³/tháng - Nguồn: Bộ Công Thương, Kafi Research



Hạ tầng phối trộn xăng E10

Đơn vị: m³/tháng - Nguồn: Bộ Công Thương, Kafi Research



BSR-BF tăng tốc cung ứng E100 cho BSR

Nguồn: BSR, Kafi Research

Thời điểm	Thông tin
Đầu T2/2026	Lô đầu tiên: 462.7 m³
T3/2026	Vận hành khoảng 60%
Đến 19/5/2026	Cung ứng lũy kế khoảng 7,500 m³
T5/2026	Vận hành 75-80%
Giữa T6/2026	Nguồn cung ổn định 6,000-8,000 m³/tháng

Khi E10 được triển khai toàn quốc từ ngày 01/06/2026, nhu cầu E100 tại Việt Nam ước đạt 92,000 - 100,000 m³/tháng, trong khi nguồn cung nội địa hiện chỉ khoảng 25,000 m³/tháng, phần thiếu hụt khoảng 75,000 m³/tháng được bù đắp bằng nhập khẩu, khiến chi phí E10 nhạy cảm với giá ethanol quốc tế, tỷ giá và logistics. Khi các nhà máy hiện hữu nâng công suất và phục hồi, tổng nguồn cung dự kiến đạt khoảng 44,000 m³/tháng, tương đương 44 - 48% nhu cầu. Tính đến ngày 15/04/2026, tổng nguồn E100 dự kiến đạt 84,200 m³, vẫn thấp hơn nhu cầu khoảng 15,000 m³, đây là điểm nghẽn chính của lộ trình E10 nằm ở nguồn ethanol, thay vì năng lực phối trộn.

Để chủ động nguồn cung, ngày 03/02/2026, BSR ký MOU tại Washington về cung cấp dầu thô, nghiên cứu khả năng nhập ethanol Mỹ và cung ứng ngô làm nguyên liệu sản xuất ethanol, tuy nhiên chưa có hợp đồng, khối lượng hay lịch giao cụ thể. Trước đó, Nhà máy NLSH Dung Quất tái vận hành từ 20/1/2026, với công suất khoảng 100 triệu lít E100/năm, tương đương 8,000 - 8,300 m³/tháng, đến tháng 6/2026 công suất phối trộn E10 đạt khoảng 150,000 m³/tháng và dự kiến tăng lên 300,000 m³ từ tháng 9, trước khi đạt tối đa 360,000 m³ vào tháng 11. Tuy nhiên, sản lượng xuất bán tháng 6 mới đạt hơn 61,000 m³, tương đương 41% công suất. Theo chúng tôi, lợi thế lớn nhất của BSR nằm ở sự chủ động nguyên liệu, giảm rủi ro nhập khẩu và bảo vệ đầu ra xăng nền thông qua tự phối trộn, bán E10 thành phẩm.

SMFO: mở thêm quyền chọn tăng trưởng xanh dài hạn

Nguồn: BSR, Kafi Research

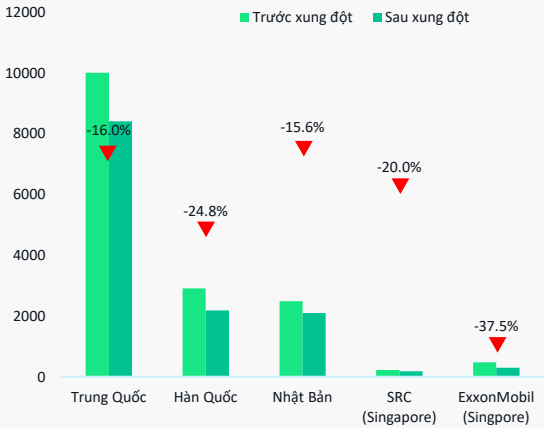
Chỉ tiêu	Thông tin chính thức
Thời điểm xuất bán thử nghiệm đầu tiên	28/01/2026
Lô thử nghiệm đầu tiên được tiếp nhận	Tàu của PVTrans
Địa điểm tiếp nhiên liệu	Cảng Chu Lai
Khả năng cung ứng của BSR	12,000 - 15,000 tấn/tháng
Nguyên liệu phối trộn được nghiên cứu	Dầu nhiệt phân lốp xe và nhựa tái chế - TPO, PPO
Phương thức cung ứng	Đường biển và đường bộ
Trạng thái thương mại	Đã hoàn tất chuẩn bị kỹ thuật và thử nghiệm thực tế; chưa công bố sản lượng tiêu thụ định kỳ, hợp đồng dài hạn, giá bán hoặc biên lợi nhuận

Luận điểm đầu tư

► Luận điểm 1: Crack spread phục hồi, hỗ trợ lợi nhuận BSR trong năm 2026

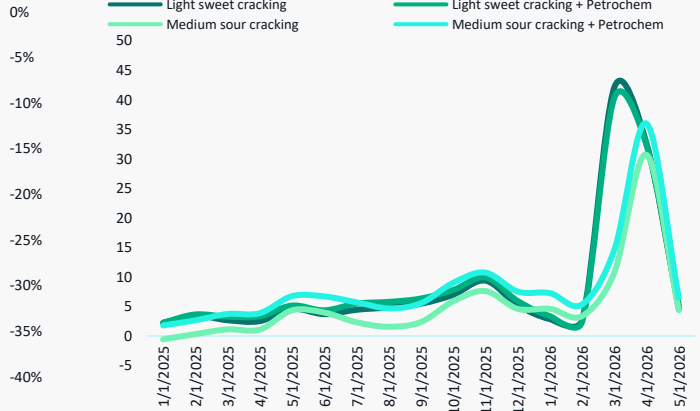
Công suất vận hành nhà máy lọc dầu tại Châu Á

Đơn vị: triệu tấn - Nguồn: BSR, NSRP, Kafi Research



Biên lợi nhuận lọc dầu tại Singapore

Đơn vị: USD/bbl- Nguồn: IEA, Kafi Research

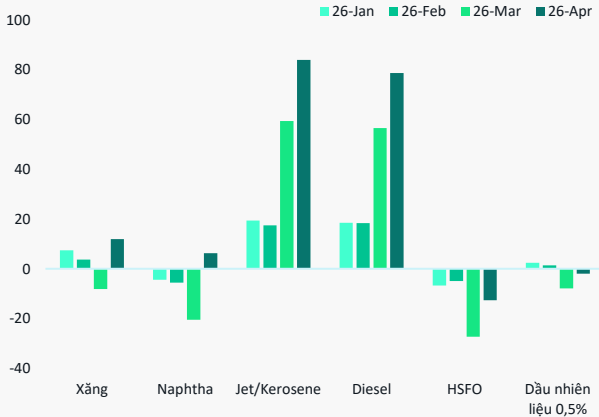


Khi nguồn cung dầu thô Trung Đông gián đoạn, buộc các trung tâm lọc dầu lớn tại châu Á đồng loạt giảm công suất. Tại Trung Quốc giảm sản lượng từ 10 triệu xuống 8.4 triệu thùng/ngày, giảm 1.6 triệu thùng/ngày, Hàn Quốc giảm từ 2.9 triệu xuống 2.18 triệu thùng/ngày trong tháng 4 và phục hồi lên 2.4 triệu thùng/ngày tháng 5 - 6, Nhật Bản chỉ vận hành ở 67.8% công suất, thấp hơn mức trên 80% trước xung đột; nhà máy SRC Singapore giảm từ 75% xuống 60%, còn ExxonMobil giảm từ khoảng 80% xuống 50% hoặc thấp hơn.

Việc cắt giảm công suất trên diện rộng làm nguồn cung nhiên liệu thành phẩm, đặc biệt là diesel và Jet/Kerosene nhanh chóng thắt chặt, điều này cho thấy biên lợi nhuận lọc dầu Singapore, sau khi duy trì quanh 2-10 USD/thùng trong phần lớn năm 2025 và đầu năm 2026, đã tăng vọt lên trên 40 USD/thùng vào cuối tháng 3/2026. Đặc biệt, các cấu hình chế biến dầu ngọt nhẹ, gồm Light sweet cracking và Light sweet cracking + Petrochem dẫn đầu đã phục hồi và vượt nhóm dầu chua trung bình.

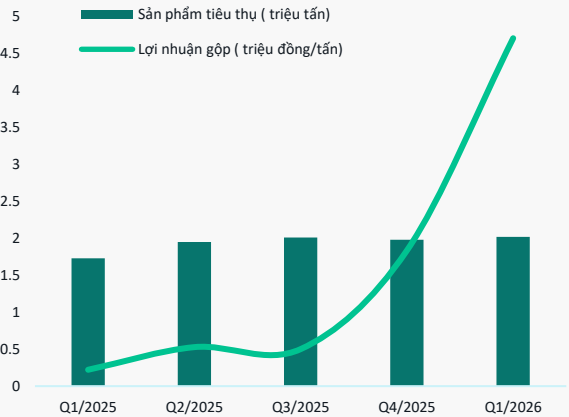
Biên lợi nhuận lọc dầu các sản phẩm của Singapore so với Dubai 4T đầu/2026

Đơn vị: USD/bbl - Nguồn: IEA, Kafi Research



Lợi nhuận gộp bình quân trên mỗi tấn sản phẩm tiêu thụ của BSR

Đơn vị: triệu đồng/tấn - Nguồn: BSR, Kafi Research



Việc các nhà máy lọc dầu châu Á đồng loạt cắt giảm công suất đã làm nguồn cung sản phẩm thắt chặt tạo nền tảng cho crack spread tăng mạnh, hỗ trợ tác động tích cực vào hiệu quả kinh doanh của BSR.

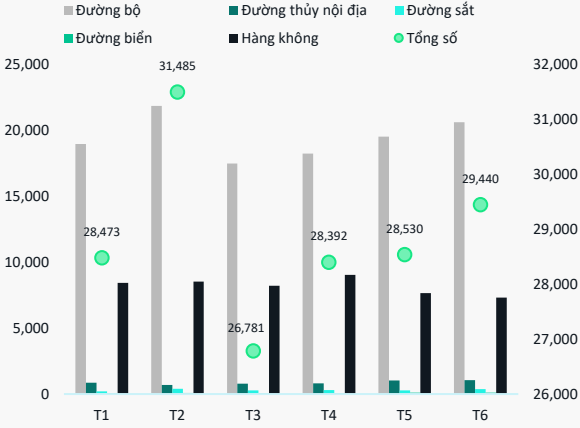
Xét theo từng sản phẩm, đà cải thiện tập trung rõ nhất ở nhóm chưng cất trung gian. Crack spread Jet/Kerosene tăng từ 19.38 USD/thùng trong tháng 1 lên 59.31 USD/thùng tháng 3 và tiếp tục đạt 83.92 USD/thùng trong tháng 4/2026, crack spread diesel tăng từ khoảng 18.32-18.46 USD/thùng trong hai tháng đầu năm lên 56.52 USD/thùng tháng 3 và 78.64 USD/thùng tháng 4. Crack spread xăng phục hồi chậm hơn do nguồn và chịu áp lực từ sự thay đổi cơ cấu nhu cầu vận tải, đặc biệt tại Trung Quốc, thị trường tiêu thụ xăng lớn nhất khu vực. Năm 2025, xe điện chiếm gần 55% doanh số ô tô mới tại Trung Quốc, với khoảng 44 triệu xe điện lưu hành, ước tính riêng xe điện Trung Quốc đã thay thế khoảng 1 triệu thùng dầu/ngày, giảm khoảng 15% nhu cầu dầu vận tải đường bộ.

Diễn biến này giúp xu hướng lợi nhuận gộp bình quân của BSR được cải thiện trong ngắn hạn. Cụ thể, lợi nhuận gộp trên mỗi tấn sản phẩm tiêu thụ tăng từ 0.22 triệu đồng/tấn trong Q1/2025 lên 4.71 triệu đồng/tấn vào Q1/2026, tăng gấp 21.3 lần svck. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ từ 1.73 lên 2.02 triệu tấn, mức tăng lợi nhuận chủ yếu đến từ biên lợi nhuận mở rộng thay vì tăng sản lượng. Chúng tôi cho rằng Jet/Kerosene và diesel đóng góp gần 50% doanh thu giúp lợi nhuận được hỗ trợ mạnh nhất trong quý II, trước khi dần bình thường hóa khi nguồn cung phục hồi từ cuối tháng 6 và về dài hạn, doanh nghiệp cần tối ưu cơ cấu sản phẩm, tăng tỷ trọng nhiên liệu hàng không và các sản phẩm giá trị cao nhằm giảm phụ thuộc vào crack spread xăng.

► Luận điểm 2: Nền vận tải đa phân khúc hỗ trợ nhu cầu nhiên liệu

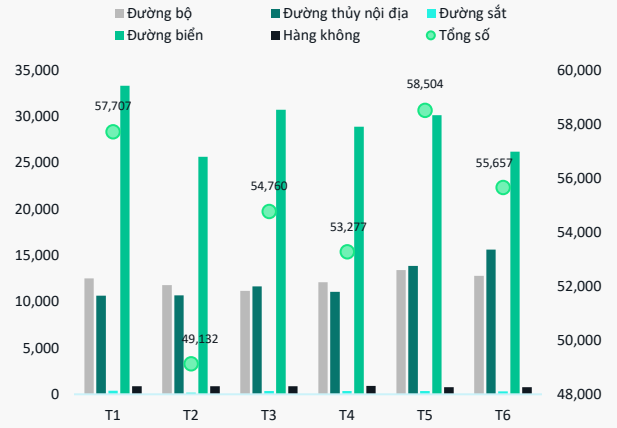
Luân chuyển hành khách năm 2026

Đơn vị: triệu hành khách*km - Nguồn: Cục thống kê, Kafi Research



Luân chuyển hàng hóa năm 2026

Đơn vị: triệu tấn*km- Nguồn: Cục thống kê, Kafi Research

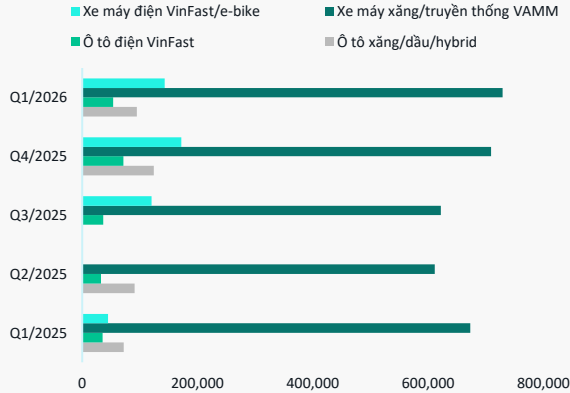


Nền vận tải Việt Nam tiếp tục hỗ trợ đầu ra nhiên liệu thành phẩm của BSR. Trong tháng 6/2026, luân chuyển hành khách đạt 29.4 tỷ hành khách.km, tăng 10,0% YoY; riêng đường bộ chiếm khoảng 70% tổng luân chuyển và tăng 19.4% YoY, cho thấy nhu cầu đi lại nội địa vẫn duy trì tích cực hỗ trợ tiêu thụ xăng/E10 và một phần diesel. Ở mảng hàng hóa, luân chuyển đạt 55.7 tỷ tấn.km, tăng 6.0% YoY; trong đó đường bộ và đường thủy nội địa cộng lại tăng khoảng 17.2% YoY, dù đường biển giảm 3.3% YoY trong tháng 6 nhưng vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong luân chuyển hàng hóa, tiếp tục là nền cầu quan trọng cho DO/diesel và nhiên liệu hàng hải. Đối với Jet A-1, luân chuyển hành khách bằng hàng không tháng 6 giảm 9.0% YoY.

Tuy nhiên triển vọng vẫn được hỗ trợ bởi mục tiêu du lịch 2026 với 25 triệu khách quốc tế, 150 triệu khách nội địa và kế hoạch hàng không đạt 95 triệu hành khách, 1.6 triệu tấn hàng hóa, tăng lần lượt 13% và 15% YoY. Về dài hạn, du lịch đặt mục tiêu 45-50 triệu khách quốc tế vào 2030, trong khi hệ thống sân bay hướng tới 275.9-278 triệu hành khách và 4.1 triệu tấn hàng hóa/năm. Bên cạnh đó, quy hoạch cảng biển 2030 đạt 1.2-1.4 tỷ tấn hàng hóa và 46.3-54.3 triệu TEU. Theo chúng tôi, các động lực này giúp BSR đảm bảo đầu ra đa dạng hóa sản phẩm, thay vì chỉ phụ thuộc vào xăng cá nhân.

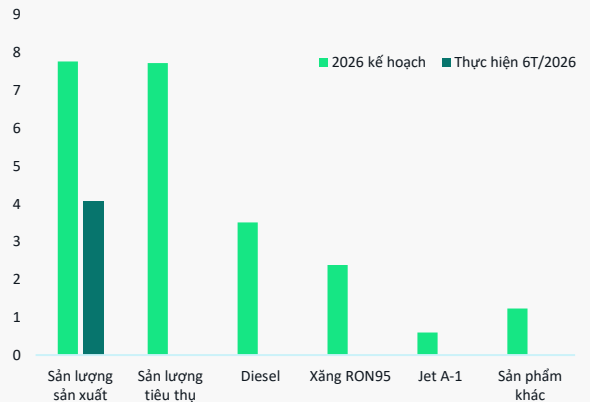
Quy mô xe xăng và xe điện tại Việt Nam

Đơn vị: xe - Nguồn: VAMA, VAMM, Vinfast, Kafi Research



Kế hoạch tiêu thụ và sản xuất của BSR

Đơn vị: tấn- Nguồn: BSR, Kafi Research



Các động lực từ vận tải cũng được củng cố bởi nền phương tiện sử dụng nhiên liệu truyền thống vẫn còn lớn, dù quá trình điện hóa đang diễn ra nhanh. Vào Q1/2026, xe máy điện VinFast/e-bike tăng 219% YoY và ô tô điện VinFast tăng 53% YoY, cho thấy xu hướng điện hóa đang tăng nhanh, nhưng chưa làm suy yếu ngay nhu cầu nhiên liệu truyền thống khi quy mô ô tô xăng/dầu/hybrid vẫn tăng 31% YoY, trong khi xe máy xăng/truyền thống VAMM tăng 8.3% YoY, cho thấy quá trình chuyển dịch năng lượng chưa tạo áp lực suy giảm tức thời lên nhu cầu xăng dầu, đặc biệt trong bối cảnh nền phương tiện xăng/dầu hiện hữu vẫn chiếm tỷ trọng cao đáng kể. Sự ổn định về nhu cầu của phương tiện xăng/dầu đã phản ánh vào kế hoạch vận hành của BSR trong năm 2026 khi công ty đặt mục tiêu sản xuất hơn 7.76 triệu tấn và đã hoàn thành hơn 52% kế hoạch năm, tương đương 4.05 triệu tấn vào Quý II, cho thấy tiến độ sản xuất vẫn bám sát kế hoạch.

Chúng tôi cho rằng xu hướng điện hóa sẽ làm thay đổi cơ cấu tiêu thụ nhiên liệu theo thời gian, nhưng đồng thời cũng thúc đẩy BSR tái định vị danh mục sản phẩm theo hướng thích nghi với chuyển dịch năng lượng. Trong ngắn hạn, xăng/E10 và DO/diesel vẫn được hỗ trợ bởi nhu cầu đi lại và vận tải nội địa, trong trung hạn, BSR có thể củng cố tính bền vững của đầu ra thông qua nhiên liệu sinh học, E10 và các phân khúc khó thay thế hơn như diesel cho logistics, Jet A-1 cho hàng không và nhiên liệu hàng hải.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Tổng hợp định giá

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn (HOSE: BSR). Mức giá mục tiêu **29,100 đồng** (tăng 10.49% so với giá 26,350 đồng ngày 09/07/2026) theo phương pháp DCF và EV/EBITDA. Mức giá này đã được chúng tôi cân nhắc dựa trên những triển vọng tăng trưởng tích cực của BSR trong năm 2026 nhờ giá crackspread phục hồi, đưa các sản phẩm sạch vào vận tải theo mục tiêu của chính phủ cũng như tiềm năng dài hạn khi hoàn thành mở rộng công suất.

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
DCF	27,700	60%
EV/EBITDA	31,200	40%
Giá mục tiêu	29,100	
Giá ngày 09/07/2026	26,350	
Tiềm năng tăng giá	10.49%	

Phương pháp DCF

CAPM

Lãi suất phi rủi ro	4.50%
Beta	1.00
Phần bù rủi ro thị trường	8.13%
Chi phí VCSH	12.63%
Chi phí nợ	7.00%
Thuế suất	20.00%
Chi phí nợ vay sau thuế	5.60%

WACC

VCSH/Nguồn vốn	85.21%
Nợ vay/Nguồn vốn	14.79%
WACC	11.59%

Dòng tiền tự do doanh nghiệp - FCFF

Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Giá trị hiện tại của FCFF	22,475.67	2,362.41	3,586.32	4,219.95	6,270.90
Tổng giá trị hiện tại của FCFF	38,915.26				
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	66,696.43				

					FCFF
Giá trị doanh nghiệp					105,611.69
Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng					43,761.72
Vay nợ					10,504.16
Cổ đông thiểu số					3.34
Giá trị VCSH					138,865.91
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)					5,007.3
Giá cổ phiếu dự phóng					27,700
Giá hiện tại					26,350
Tiềm năng tăng giá					5.12%

Bảng độ nhạy với phương pháp DCF

Nguồn: Kafi Research

		Terminal growth						
		1.40%	1.60%	1.80%	2.00%	2.20%	2.40%	2.60%
WACC	10.99%	27,733	28,146	28,578	29,028	29,500	29,993	30,509
	11.19%	27,336	27,733	28,146	28,578	29,028	29,500	29,993
	11.39%	26,955	27,336	27,733	28,146	28,578	29,028	29,500
	11.59%	26,590	26,955	27,336	27,733	28,146	28,578	29,028
	11.79%	26,238	26,590	26,955	27,336	27,733	28,146	28,578
	11.99%	25,900	26,238	26,590	26,955	27,336	27,733	28,146
	12.19%	25,574	25,900	26,238	26,590	26,955	27,336	27,733

► Phương pháp EV/EBITDA

	2025	2026F
EV/EBITDA		
EBITDA	6,740.03	45,608.09
Giá trị doanh nghiệp		136,824.26
Vay nợ		8,241.72
Tiền mặt		27,578.01
Vốn hóa thị trường		127,435.8
Giá trị VCSH		156,160.55
Trung vị ngành		3.0x
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		5,007.30
Giá cổ phiếu dự phóng		31,200
Giá hiện tại		26,350
Tiềm năng tăng giá		18.41%

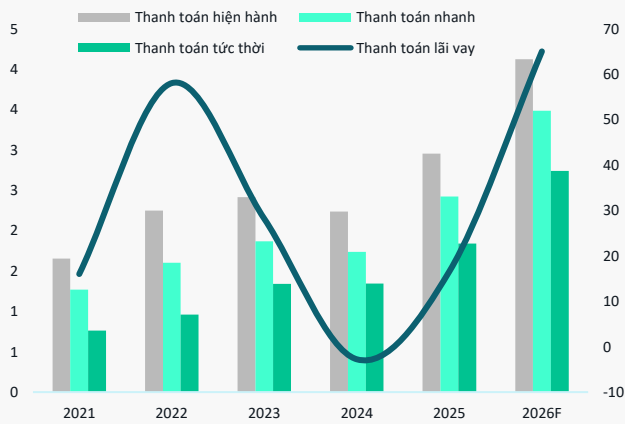
EV/EBITDA và chỉ số liên quan của những đối thủ của BSR
Nguồn: Kafi Research

Mã	Tên doanh nghiệp	Sàn	Quốc gia	EV/EBITDA
BSR	CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn	HOSE	Việt Nam	9.8x
SPRC	Star Petroleum Refining	SET	Thái Lan	2.8x
TOP	Thai Oil	SET	Thái Lan	3.5x
PETRONM	Petron Malaysia Refining & Marketing	KLSE	Malaysia	1.3x
IRPC	IRPC	SET	Thái Lan	3.4x
BCP	Bangchak Corporation	SET	Thái Lan	3.6x
010950	S-Oil	KRX	Hàn Quốc	8.3x
5021	Cosmo Energy Holdings	TSE	Nhật Bản	5.7x
Trung vị EV/EBITDA				3.0x

Phụ lục về tình hình tài chính

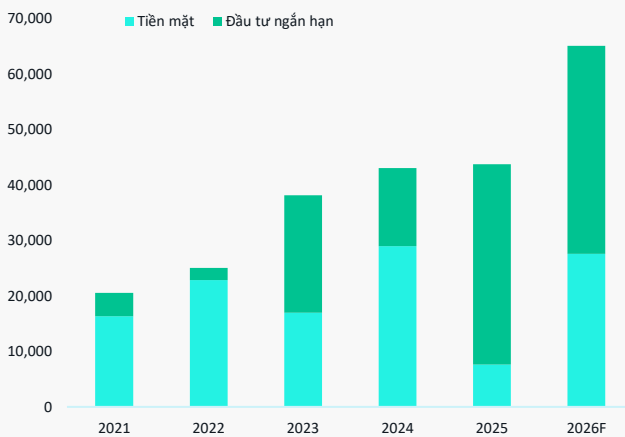
Hoạt động kinh doanh

Hệ số thanh khoản
Đơn vị: Tỷ đồng, % | Nguồn: BSR, Kafi Research



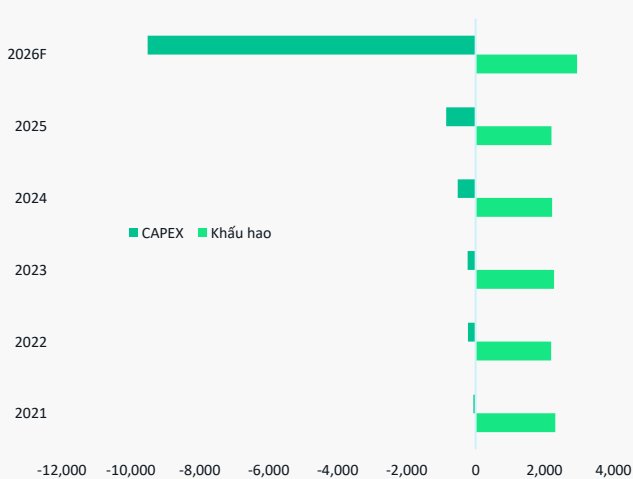
Hoạt động tài chính

Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn
Đơn vị: Tỷ đồng | Nguồn: BSR, Kafi Research

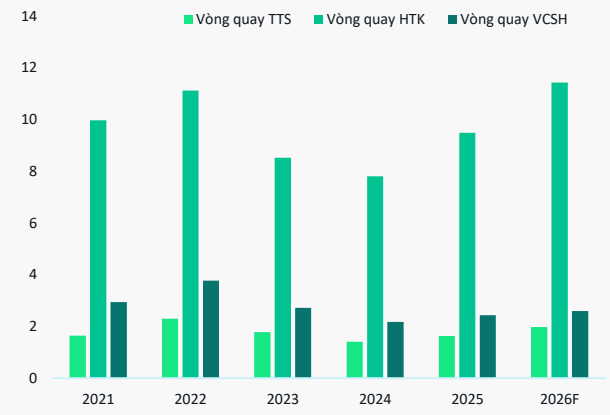


Hoạt động đầu tư và khả năng thanh toán

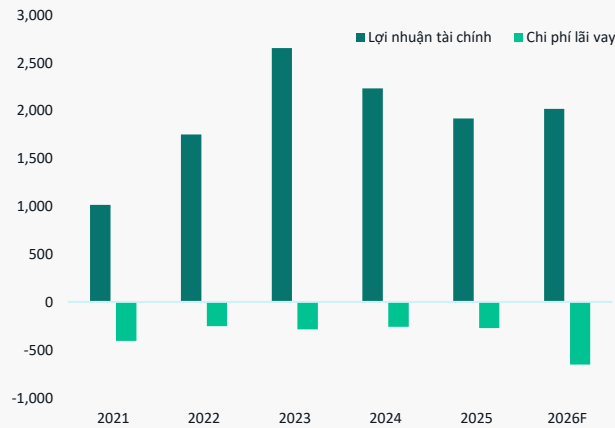
Khấu hao và Capex
Đơn vị: Tỷ đồng | Nguồn: BSR, Kafi Research



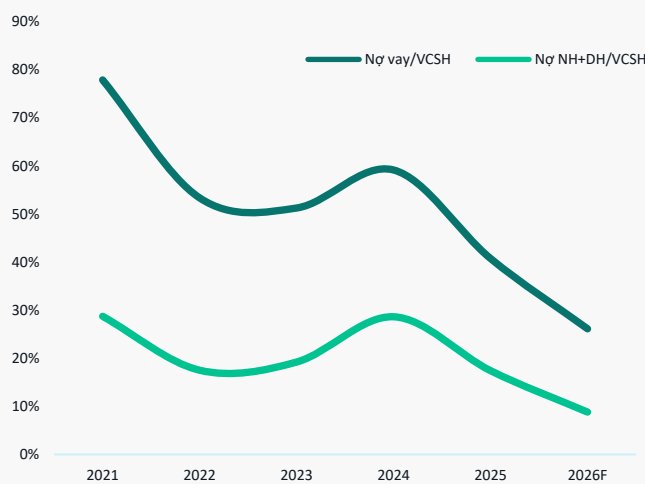
Hệ số vòng quay vốn chủ sở hữu, hàng tồn kho và tổng tài sản
Đơn vị: lần | Nguồn: BSR, Kafi Research



Lợi nhuận tài chính và chi phí lãi vay
Đơn vị: Tỷ đồng | Nguồn: BSR, Kafi Research



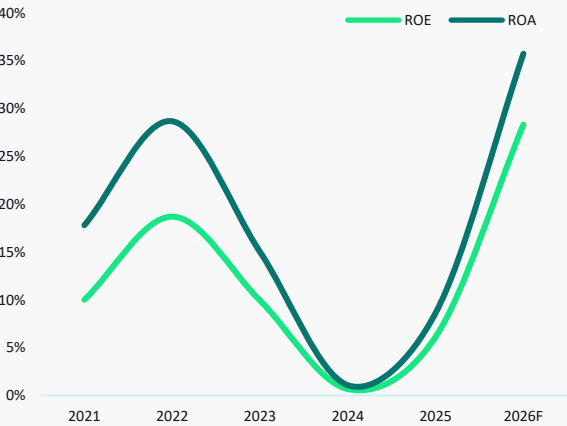
Tỷ suất nợ vay/VCSH
Đơn vị: % | Nguồn: BSR, Kafi Research



► Chỉ số sinh lời và lưu chuyển tiền thuần

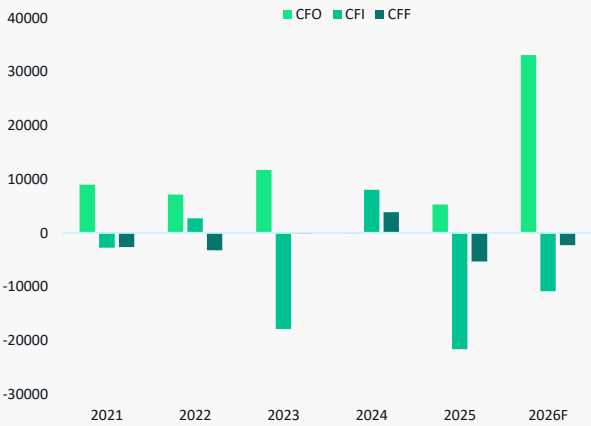
ROA và ROE

Đơn vị: % | Nguồn: BSR, Kafi Research



Lưu chuyển tiền thuần

Đơn vị: Tỷ đồng | Nguồn: BSR, Kafi Research



Phụ lục báo cáo tài chính

► Kết quả hoạt động kinh doanh

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	167,123.71	147,423.37	123,027.06	141,582.15	201,002.60	137,890.54
Giá vốn hàng bán	(151,027.31)	(137,663.84)	(122,535.99)	(135,468.23)	(158,799.37)	(125,853.91)
Lợi nhuận gộp	16,096.41	9,759.53	491.07	6,113.92	42,203.24	12,036.63
Chi phí bán hàng	(908.98)	(1,032.11)	(652.07)	(824.37)	(829.53)	(834.48)
Chi phí QLDN	(514.76)	(623.49)	(561.38)	(751.41)	(754.60)	(757.83)
Lợi nhuận từ HDKD	15,499.74	9,601.52	708.07	5,974.36	41,979.46	11,933.03
Chi phí lãi vay	(252.79)	(287.65)	(260.79)	(273.64)	(656.11)	(581.91)
Lợi nhuận trước thuế	15,585.81	9,639.34	736.00	6,004.70	42,009.81	11,963.39
Lợi nhuận sau thuế	14,669.34	8,592.58	591.09	5,216.95	33,607.85	9,570.71
<i>LNST cổ đông công ty mẹ</i>	14,725.83	8,649.77	631.13	5,213.61	33,604.51	9,567.37

► Bảng cân đối

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tài sản Ngắn hạn	58,471.34	68,680.53	71,515.53	70,241.19	97,887.65	98,149.27
Tiền và tương đương tiền	22,853.10	17,000.62	28,994.99	7,625.82	27,578.01	28,657.86
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,172.27	21,121.67	14,022.27	36,135.90	37,509.06	38,934.40
Phải thu ngắn hạn	16,553.04	14,954.71	12,456.88	13,539.34	17,519.06	15,754.19
Hàng tồn kho	16,809.03	15,530.87	15,890.95	12,666.91	15,121.71	14,639.25
Tài sản ngắn hạn khác	83.91	72.66	150.45	273.22	159.81	163.57
Tài sản Dài hạn	20,016.59	17,914.13	16,871.33	14,902.04	20,821.13	29,684.10
Phải thu dài hạn	534.04	548.63	548.66	548.14	548.14	548.14
Tài sản cố định	18,075.35	16,071.41	13,215.68	11,292.20	17,861.07	25,286.44
Tài sản dở dang dài hạn	1,274.55	1,195.21	1,352.50	2,032.29	2,032.29	2,032.29
Tài sản dài hạn khác	122.69	89.13	1,744.96	1,020.04	370.25	1,807.86
TỔNG TÀI SẢN	78,487.93	86,594.66	88,386.87	85,143.23	118,708.78	127,833.38
Nợ phải trả	27,297.58	29,325.97	32,848.86	24,630.14	24,593.58	24,100.85
Nợ ngắn hạn	26,015.47	28,442.06	31,984.10	23,773.76	23,737.19	23,244.47
Nợ dài hạn	1,282.12	883.90	864.76	856.39	856.39	856.39
Vốn chủ sở hữu	51,190.35	57,268.70	55,538.01	60,513.09	94,115.20	103,732.52
Vốn điều lệ	31,005.00	31,005.00	31,005.00	50,073.00	50,073.00	50,073.00
Vốn và quỹ khác	-	-	-	-	-	-
Lãi chưa phân phối	14,651.54	16,340.18	11,826.11	7,414.33	41,016.45	50,633.77
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
NGUỒN VỐN	78,487.93	86,594.66	88,386.87	85,143.23	118,708.78	127,833.38

► Lưu chuyển tiền tệ -Phương pháp gián tiếp

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Lưu chuyển thuần từ HĐKD	7,087.76	11,673.33	(80.47)	5,258.07	33,098.84	13,023.45
LNST	14,669.34	8,592.58	591.09	5,216.95	33,607.85	9,570.71
Khấu hao TSCD	2,192.06	2,270.28	2,220.79	2,201.90	2,942.17	3,235.38
Thay đổi vốn lưu động	16,928.71	9,708.01	1,187.02	6,886.09	(3,451.17)	217.35
Lưu chuyển thuần từ HĐĐT	2,695.27	(17,874.06)	7,989.76	(21,662.25)	(10,884.21)	(12,086.09)
Capex	(219.56)	(229.57)	(520.91)	(856.51)	(9,511.05)	(10,660.74)
Đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn	0	0	0	0	(1,373.16)	(1,425.34)
Lưu chuyển thuần từ HĐTC	(3,264.54)	(176.58)	3,832.87	(5,354.47)	(2,262.45)	142.49
Tiền thu từ đi vay	77,968.65	95,396.38	105,385.80	2,143.60	8,241.72	8,384.20
Tiền trả các khoản vay	(79,886.26)	(93,407.41)	(99,372.44)	(7,495.96)	(10,504.16)	(8,241.72)
Cổ tức đã trả	(1,346.93)	(2,165.55)	(2,180.49)	(2.11)	-	-
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	6,518.49	(6,377.31)	11,742.16	(21,758.65)	19,952.19	1,079.85
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	22,853.10	17,000.62	28,994.99	7,625.82	27,578.01	28,657.86

Đơn vị: tỷ đồng/ Nguồn: Kafi Research

► Các chỉ số chính

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tăng trưởng						
Doanh thu	65.3%	-11.8%	-16.5%	15.1%	42.0%	-31.4%
LNST	119.5%	-41.4%	-93.1%	782.6%	544.2%	-71.5%
Tổng tài sản	17.5%	10.3%	2.1%	-3.7%	39.4%	7.7%
Tổng VCSH	36.3%	11.9%	-3.0%	9.0%	55.5%	10.2%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	9.63%	6.62%	0.40%	4.32%	21.00%	8.73%
Tỷ suất LNST	8.78%	5.83%	0.48%	3.68%	16.72%	6.94%
ROE	28.66%	15.00%	1.06%	8.62%	35.71%	9.23%
ROA	18.69%	9.92%	0.67%	6.13%	28.31%	7.49%
Vòng quay tổng tài sản	2.30	1.79	1.41	1.63	1.97	1.12
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	32.05	37.24	38.39	31.90	37.48	35.41
Số ngày tồn kho	32.83	42.87	46.80	38.47	31.94	43.16
Số ngày phải trả	29.35	39.04	43.32	34.78	36.69	36.64
Thời gian luân chuyển tiền	35.53	41.07	41.87	35.59	32.73	41.93
Thanh khoản						
Chỉ số thanh toán hiện hành	2.25	2.41	2.24	2.95	4.12	4.22
Chỉ số thanh toán nhanh	1.60	1.87	1.74	2.42	3.49	3.59
Chỉ số thanh toán tức thời	0.96	1.34	1.34	1.84	2.74	2.91
Nợ/VCSH	0.53	0.51	0.59	0.41	0.26	0.23
Khả năng thanh toán lãi vay	58.04	28.17	(2.77)	16.58	65.03	21.56

Phụ lục thông tin

► Danh mục từ viết tắt

Viết tắt	Ý nghĩa
CFO	Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh
CFI	Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư
CFF	Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính
LNST	Lợi nhuận sau thuế
LNTT	Lợi nhuận trước thuế
HTK	Hàng tồn kho
VCSH	Vốn chủ sở hữu
TSCĐ	Tài sản cố định
TS	Tài sản
HĐKD	Hoạt động kinh doanh
HĐĐT	Hoạt động đầu tư
HĐTC	Hoạt động tài chính
WACC	Chi phí vốn
Distillates	Nhóm sản phẩm chưng cất gồm Diesel/Gasoil Jet, fuel/Kerosene
Crackspread	Biên lợi nhuận lọc dầu giữa dầu thô đầu vào và sản phẩm

Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI (“KAFI”) được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) tỷ suất cổ tức dự kiến

Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khả quan: Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

Trung lập: Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

Kém khả quan: Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI (“KAFI”). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.