

03/09/2026

| KHUYẾN NGHỊ                 | TĂNG TỈ TRỌNG |
|-----------------------------|---------------|
| Giá hợp lý (VND/cổ phiếu)   | 31,150        |
| Giá hiện tại (VND/cổ phiếu) | 26,600        |
| <b>Tiềm năng tăng/giảm</b>  | <b>17.1%</b>  |

#### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                                  |          |
|----------------------------------|----------|
| CP đang lưu hành (triệu)         | 5,007    |
| Free float (%)                   | 8%       |
| Vốn hóa (tỷ VND)                 | 132,693  |
| KL GDTB 3 tháng (triệu cổ phiếu) | 9.3      |
| Sở hữu nước ngoài (%)            | 1.1%     |
| Ngày niêm yết đầu tiên           | 3/1/2018 |

#### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

|                                                           |       |
|-----------------------------------------------------------|-------|
| Tập Đoàn Công Nghiệp – Năng Lượng Quốc Gia Việt Nam (PVN) | 92.1% |
| Khác                                                      | 7.9%  |

#### KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

|                    |        |
|--------------------|--------|
| TTM EPS (VND)      | 3,933  |
| BVPS (VND)         | 14,844 |
| Nợ/VCSH (%)        | 42.0%  |
| ROA (%)            | 20.7%  |
| ROE (%)            | 30.2%  |
| P/E                | 6.74   |
| P/B                | 1.79   |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 1.13%  |

#### BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



#### SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần - Tổng Công ty Lọc Hóa dầu Việt Nam (BSR) được thành lập năm 2008. BSR chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2018. Công ty là đơn vị quản lý vận hành Nhà máy lọc dầu Dung Quất là công trình trọng điểm quốc gia có tổng vốn đầu tư trên 3 tỷ USD, công suất chế biến 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, tương đương 148.000 thùng/ngày, công ty hiện chiếm khoảng 30% nhu cầu năng lượng của Việt Nam. Ngày 17/01/2025, BSR chính thức giao dịch trên Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

#### KHỐI PHÂN TÍCH

Nguyễn Nam Sơn  
sonnguyennam@phs.vn

## DIESEL MỞ KHÓA LỢI NHUẬN

- Tăng trưởng mạnh cả doanh thu và lợi nhuận lõi:** 2026 không đơn thuần là câu chuyện giá dầu tăng. Lợi nhuận bùng nổ vì crack diesel/Jet mở rộng đúng lúc Dung Quất vận hành tối đa (khoảng 124% công suất). Doanh thu 1H26 tăng 52,4% lên mức 104.6 nghìn tỷ, nhưng lợi nhuận gộp tăng gần 13 lần lên mức 15,7 nghìn tỷ.
- Diesel mở khóa lợi nhuận:** Trong lợi nhuận gộp 1H26, Diesel đóng góp 11.5 ngàn tỷ đồng, tương đương 63,6%; cùng với nhóm Jet/KO đã chiếm hơn 76,8%.
- Crack spread của Diesel tăng mạnh trở lại vùng đỉnh trong tháng 7 & 8 giúp gia tăng triển vọng duy trì lợi nhuận cao ở quý 3 và cả năm 2026.** Trong quý 2, giá vốn hàng tồn kho giá cao và crack spread của Diesel, Ron92 giảm mạnh từ giữa quý làm cho biên LNG giảm từ khoản 20.7% xuống còn 14.7%.
- Nền tảng tài chính rất mạnh, đi kèm khấu hao thấp và nhiều động lực tái định giá**
- Định giá hấp dẫn nhưng có tính chu kỳ:** Hiện nay BSR đang giao dịch ở PE trailing là 6.76x và PE 2026F là 5.4x. Nếu so với khoảng thời gian trong quá khứ.

## Luận điểm đầu tư chính

- Lợi thế nội địa và khả năng chuyển hóa cơ hội thành lợi nhuận:** BSR hiện đang đáp ứng khoảng 30% nhu cầu xăng dầu nội địa. Thị trường tiêu thụ trong nước giúp giảm rủi ro logistics. Bên cạnh đó, lợi thế lớn nhất của BSR không chỉ nằm ở công suất, mà còn ở **khả năng chế biến được nhiều loại dầu thô khác nhau**. Hiện nay, BSR nâng số chủng loại dầu có thể chế biến lên 40 loại, mở ra khả năng giúp ngành lọc hóa dầu Việt Nam chủ động hơn trước những biến động khó lường của thị trường năng lượng.
- Bảng cân đối mạnh và nền tài sản đã khấu hao sâu:** BSR đang có lượng tiền khoảng 53.7 nghìn tỷ đồng trong khi không có nợ vay dài và chỉ có 12,77 nghìn tỷ nợ ngắn. Tại 1H26, BSR ghi nhận tài sản cố định hữu hình đã khấu hao quanh 77.7%.

## Định giá và khuyến nghị

Dựa trên phương pháp so sánh, chúng tôi dự phóng giá trị hợp lý của BSR là 31.150 đồng/cổ phiếu, tương ứng tiềm năng tăng giá 17,1% so với giá thị trường hiện tại.

## Rủi ro

Tính chu kỳ và khả năng crack spread của diesel giảm mạnh hơn dự kiến trong quý 4/26 và 2027.

**Bảng 1: Chỉ tiêu tài chính của BSR từ 2023A – 2027F**

|                          | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026F    | 2027F    |
|--------------------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 147,423 | 123,027 | 141,582 | 188,986  | 144,344  |
| LNST (tỷ VND)            | 8,593   | 591     | 5,217   | 24,614   | 12,932   |
| Biên lợi nhuận gộp (%)   | 6.6%    | 0.4%    | 4.3%    | 14.9%    | 9.8%     |
| Biên lợi nhuận ròng (%)  | 5.8%    | 0.5%    | 3.7%    | 13.0%    | 9.0%     |
| ROA (%)                  | 10.4%   | 0.7%    | 6.0%    | 25.8%    | 11.5%    |
| ROE (%)                  | 16.0%   | 1.1%    | 9.0%    | 34.2%    | 15.0%    |
| Giá trị sổ sách (VND)    | 18,511  | 17,902  | 12,079  | 16,679.4 | 17,786.7 |

*Nguồn: BSR, PHS dự phóng và tổng hợp*

## Các luận điểm đầu tư

Luận điểm đầu tư đối với BSR trong 2H26 không đơn thuần là câu chuyện giá dầu tăng. Điểm hấp dẫn nằm ở sự hội tụ của nhiều yếu tố: lợi nhuận cốt lõi 1H26 tăng mạnh, diesel trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận chính, crack spread quý 3/26 duy trì trở lại mức đỉnh đầu năm, nhà máy liên tục duy trì vận hành toàn bộ ở công suất cao, trong khi bảng cân đối và nền tài sản đã khấu hao sâu tạo lớp đệm vũ2g chắc cho chu kỳ đầu tư mới.

### 1. Tăng trưởng mạnh cả doanh thu và lợi nhuận lõi

Tăng trưởng không chỉ đến từ nền so sánh thấp. Trong 1H26, BSR ghi nhận 104.636 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 52,4% so với cùng kỳ. Lợi nhuận gộp đạt 18.113 tỷ đồng, cao gần 13 lần mức 1.399 tỷ đồng của 1H25, qua đó đưa biên lợi nhuận gộp từ 2,0% lên 17,3%. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 15.727 tỷ đồng, tăng hơn 12 lần; biên lợi nhuận ròng mở rộng từ 1,8% lên 15,0%.

Mức tăng trưởng lợi nhuận vượt xa mức tăng trưởng doanh thu cho thấy thay đổi quan trọng nhất không chỉ nằm ở việc tăng trưởng sản lượng, mà còn từ việc gia tăng biên lợi nhuận do chênh lệch giữa giá bán sản phẩm và chi phí dầu thô đầu vào.

**Bảng 2: Kết quả kinh doanh BSR trong 1H26**

| Chỉ tiêu                  | Q2/26        | Q2/25       | YoY              | 1H26         | 1H25        | YoY              |
|---------------------------|--------------|-------------|------------------|--------------|-------------|------------------|
| Doanh thu thuần           | 58.716       | 36.772      | +59,7%           | 104.636      | 68.667      | +52,4%           |
| Lợi nhuận gộp             | 8.606        | 1.018       | +745,6%          | 18.113       | 1.399       | +1.195,0%        |
| <b>Biên lợi nhuận gộp</b> | <b>14,7%</b> | <b>2,8%</b> | <b>+11,9 đpt</b> | <b>17,3%</b> | <b>2,0%</b> | <b>+15,3 đpt</b> |
| LNST hợp nhất             | 7.461        | 847         | +781,2%          | 15.727       | 1.246       | +1.162,0%        |
| <b>Biên LNST</b>          | <b>12,7%</b> | <b>2,3%</b> | <b>+10,4 đpt</b> | <b>15,0%</b> | <b>1,8%</b> | <b>+13,2 đpt</b> |

*Nguồn: BSR, PHS tổng hợp*

Riêng Q2/2026, doanh thu thuần đạt 58.716 tỷ đồng, tăng 59,7%; lợi nhuận gộp đạt 8.606 tỷ đồng, tăng 745,6%; và lợi nhuận sau thuế đạt 7.461 tỷ đồng, tăng 781,2% so với cùng kỳ. BSR đã tạo ra hai quý lợi nhuận rất cao liên tiếp, với lợi nhuận sau thuế Q1 khoảng 8.266 tỷ đồng và Q2 khoảng 7.461 tỷ đồng.

**Chất lượng lợi nhuận được xác nhận bởi cơ cấu nguồn thu.** Sau khi trừ chi phí bán hàng và chi phí quản lý, hoạt động lọc - hóa dầu tạo khoảng 17.103 tỷ đồng nguồn lợi nhuận hoạt động, trong khi thu nhập tài chính ròng chỉ khoảng 581 tỷ đồng. Lãi tiền gửi 1.055 tỷ đồng là nguồn thu ổn định và hữu ích, nhưng không phải nguyên nhân khiến lợi nhuận BSR bùng nổ. Như vậy, **96,7% nguồn lợi nhuận đã đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi.**

Mặc dù vậy, chúng tôi cũng hiểu lợi nhuận lọc dầu vẫn mang tính chu kỳ. Biên gộp ước tính giảm từ khoảng 20,7% trong Q1 xuống 14,7% trong Q2, đồng thời lợi nhuận sau thuế Q2 giảm nhẹ so với quý trước do giá vốn hàng tồn kho ở mức cao (vì BSR phải tăng nhập dầu thô ở mức giá cuối quý 1 và đầu quý 2 để đảm bảo vận hành cho hết tháng 7/2026) và crack spread của Diesel, Ron92 giảm mạnh từ giữa quý.

**Bảng 3: Chi tiết đóng góp của từng sản phẩm trong 1H26 (đơn vị: nghìn tỷ, %)**

| Sản phẩm/nhóm         | Doanh thu      | Giá vốn       | LN gộp        | Biên gộp     | % DT          | % LN gộp      |
|-----------------------|----------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| Diesel DO 0,05S       | 46.800         | 35.335        | 11.465        | 24,5%        | 44,7%         | 63,3%         |
| RON95                 | 28.070         | 24.756        | 3.313         | 11,8%        | 26,8%         | 18,3%         |
| Jet A-1               | 8.166          | 5.915         | 2.251         | 27,6%        | 7,8%          | 12,4%         |
| RON92                 | 7.989          | 7.550         | 439           | 5,5%         | 7,6%          | 2,4%          |
| LPG                   | 4.589          | 4.506         | 83            | 1,8%         | 4,4%          | 0,5%          |
| E10 RON95             | 2.219          | 2.156         | 63            | 2,8%         | 2,1%          | 0,3%          |
| PP grades + propylene | 2.520          | 2.452         | 67            | 2,7%         | 2,4%          | 0,4%          |
| FO                    | 1.602          | 1.520         | 82            | 5,1%         | 1,5%          | 0,5%          |
| RFCC Naphtha          | 1.300          | 1.151         | 149           | 11,5%        | 1,2%          | 0,8%          |
| <b>Toàn BSR</b>       | <b>104.636</b> | <b>86.523</b> | <b>18.113</b> | <b>17,3%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |

*Nguồn: BSR; PHS tổng hợp*

Để dễ dàng trong việc phân tích và đánh giá, chúng tôi gộp các sản phẩm của BSR thành các nhóm sản phẩm lớn như sau:

**Bảng 4: Các nhóm sản phẩm chính của BSR trong 1H26**

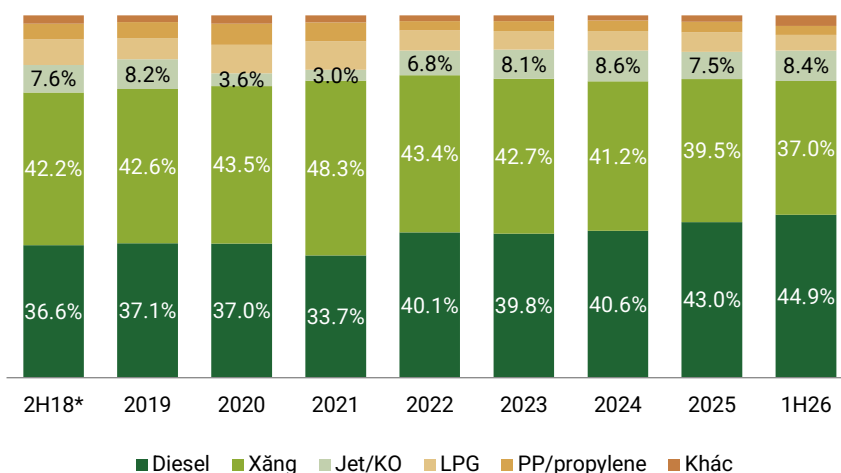
| Nhóm sản phẩm   | Sản phẩm chi tiết                                                                                                                  |
|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Diesel          | Diesel DO/DO 0,05S, DO L-62, Light Cycle Oil, DO sản phẩm đáy                                                                      |
| Xăng            | Mogas/RON 83–92–95, E5, E10, xăng nền                                                                                              |
| Jet/KO          | Jet A-1, Jet A-1K và dầu hỏa (KO)                                                                                                  |
| PP/propylene    | Polypropylene và các grade T3034, T3045, TF4035, F3030, I3110; propylene                                                           |
| LPG             | LPG                                                                                                                                |
| Khác/điều chỉnh | Dịch vụ cảng, pallet, sulfur, E100, doanh thu khác; giảm trừ doanh thu, dự phòng tồn kho, chi phí dừng máy/bảo dưỡng không phân bổ |

Nguồn: BSR, PHS tổng hợp

## 2. Diesel mở khóa lợi nhuận

**Diesel không chỉ là sản phẩm có cơ cấu doanh thu lớn nhất, mà còn là sản phẩm có lợi nhuận vượt trội.** Trong 1H26, Diesel đóng góp 46.800 tỷ đồng doanh thu và tạo ra 11.465 tỷ đồng lợi nhuận gộp, tương ứng biên gộp 24,5%. Sản phẩm này chỉ chiếm 44,9% doanh thu nhưng đóng góp tới 63,6% lợi nhuận gộp toàn công ty. Nói cách khác, gần hai phần ba lợi nhuận lõi của BSR trong nửa đầu năm đến từ một nhóm sản phẩm Diesel duy nhất.

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu BSR chuyển dần từ xăng sang diesel**



Nguồn: BSR; PHS tổng hợp

Trong giai đoạn 2019–2021, xăng là nhóm doanh thu lớn nhất, đạt 42,6%–48,3% tổng doanh thu. Từ 2022, Diesel vượt lên nhờ cả tỷ trọng sản lượng và mặt bằng giá: 40,1% doanh thu năm 2022, 43,0% năm 2025 và 44,9% trong 1H2026. Tỷ trọng xăng đi theo chiều ngược lại, giảm từ đỉnh 48,3% năm 2021 còn 37,0% trong 1H2026.

Jet/KO cũng tăng vai trò từ 3,0% doanh thu năm 2021 lên 8%–9% giai đoạn 2023–1H2026. Ngược lại, tỷ trọng PP/propylene giảm từ khoảng 5% trong

2020–2021 về 2%–3%, phản ánh BSR vẫn là doanh nghiệp nhiên liệu vận tải hơn là một tổ hợp hóa dầu sâu.

**Bảng 5: Tương quan LNG của BSR vs. Diesel và đóng góp Doanh thu của nhóm Xăng và Jet/KO trong 1H26 (đơn vị: nghìn tỷ, %)**

| Kỳ    | DT thuần BSR | LN gộp BSR | Biên LNG BSR | % DT diesel | % DT xăng | % DT Jet/KO | LNG Diesel |
|-------|--------------|------------|--------------|-------------|-----------|-------------|------------|
| 2H18* | 56,1         | 0,9        | 1,7%         | 36,6%       | 42,2%     | 7,6%        | 0,7        |
| 2019  | 102,8        | 4,0        | 3,9%         | 37,1%       | 42,6%     | 8,2%        | 1,1        |
| 2020  | 58,0         | -2,2       | -3,8%        | 37,0%       | 43,5%     | 3,6%        | -1,9       |
| 2021  | 101,1        | 7,7        | 7,6%         | 33,7%       | 48,3%     | 3,0%        | -0,4       |
| 2022  | 167,1        | 16,1       | 9,6%         | 40,1%       | 43,4%     | 6,8%        | 9,4        |
| 2023  | 147,4        | 9,8        | 6,6%         | 39,8%       | 42,7%     | 8,1%        | 7,0        |
| 2024  | 123,0        | 0,5        | 0,4%         | 40,6%       | 41,2%     | 8,6%        | 2,6        |
| 2025  | 141,6        | 6,1        | 4,3%         | 43,0%       | 39,5%     | 7,5%        | 6,2        |
| 1H26  | 104,6        | 18,1       | 17,3%        | 44,9%       | 37,0%     | 8,4%        | 11,5       |

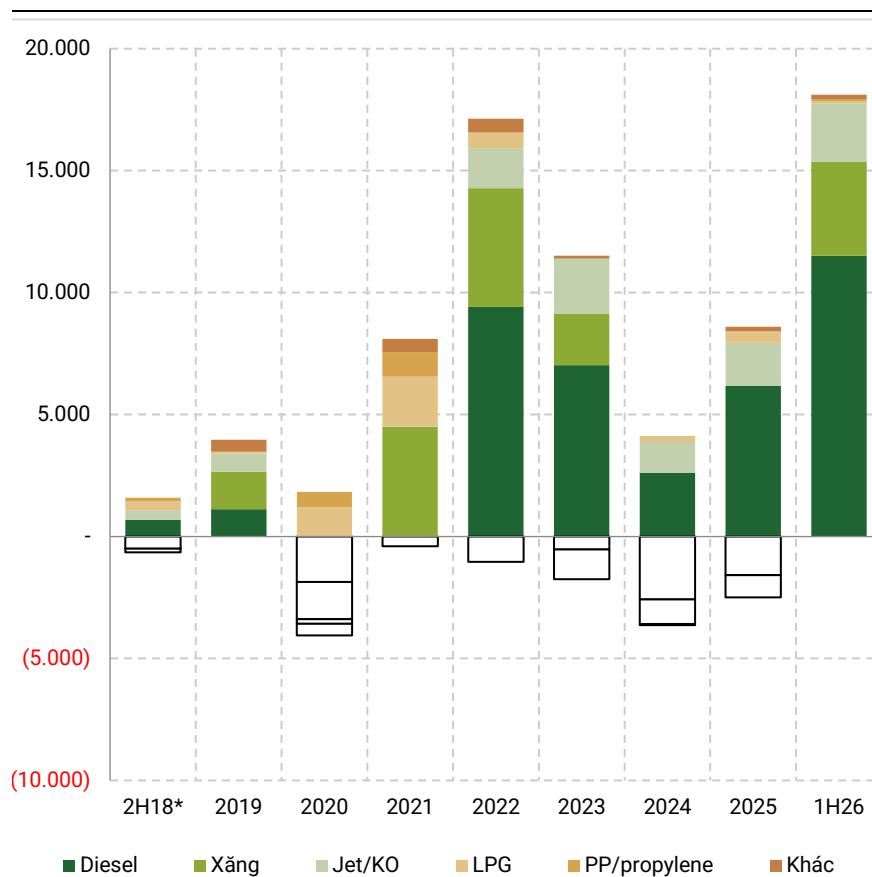
Nguồn: BSR; PHS tổng hợp

Ba sản phẩm chính DO 0,05S, RON95 và Jet A-1 (thuộc nhóm sản phẩm chưng cất trung bình - middle distillates: Diesel/DO/gasoi, Nhiên liệu bay Jet A-1 và Dầu hỏa – KO) đã chiếm tổng cộng 79,3% doanh thu và tạo ra 94,0% lợi nhuận gộp trong 1H26. Điều này cũng lần nữa phản ánh BSR vẫn là doanh nghiệp nhiên liệu vận tải hơn là một tổ hợp hóa dầu sâu.

Trong đó, lợi nhuận gộp của DO 0,05S ghi nhận tăng từ khoảng 1.931 tỷ đồng trong 1H25 lên 11.465 tỷ đồng trong 1H26. Phần tăng thêm khoảng 9.534 tỷ đồng này đã chiếm gần 57% mức tăng tổng lợi nhuận gộp của BSR. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng nhận thấy sản phẩm xăng RON95 cũng chuyển từ lỗ gộp sang lãi lớn trong 1H26.

#### Câu chuyện Diesel từ 2018 cho đến nay

**Hình 2: Cơ cấu lợi nhuận gộp chuyển biến mạnh hơn cơ cấu doanh thu (giai đoạn 2H18 – 1H26) và diesel thể hiện là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính từ 2022**



Nguồn: BSR; PHS tổng hợp

Cơ cấu doanh thu của BSR chỉ thay đổi tương đối chậm qua các năm, nhưng profit pool, tức phần lợi nhuận gộp do từng nhóm sản phẩm tạo ra, lại biến động rất mạnh. Một sản phẩm có thể chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhưng vẫn lỗ gộp nếu crack spread xuống thấp hoặc giá vốn tồn kho tăng nhanh.

Trong giai đoạn 2018–2019, lợi nhuận của BSR còn ở mức thấp và tương đối phân tán giữa các nhóm sản phẩm. Đến năm 2020, cú sốc giá dầu do COVID-19 và đợt bảo dưỡng tổng thể lần thứ tư khiến cấu trúc lợi nhuận đảo chiều hoàn toàn. Diesel lỗ gộp 1.862 tỷ đồng, xăng lỗ 1.527 tỷ đồng và Jet/KO lỗ 188 tỷ đồng. Dù LPG và polypropylene có lợi nhuận, nhưng mức đóng góp này vẫn không đủ, khiến BSR lỗ gộp 2.225 tỷ đồng trong năm.

Năm 2021, profit pool chuyển mạnh sang xăng, LPG và polypropylene. Diesel vẫn lỗ gộp 399 tỷ đồng dù chiếm 33,7% doanh thu. Diễn biến này cho thấy quy mô doanh thu lớn không đồng nghĩa với khả năng tạo lợi nhuận cao nếu crack spread của sản phẩm không thuận lợi.

**Bước ngoặt xuất hiện trong năm 2022 khi thị trường bước vào siêu chu kỳ lọc dầu do hệ quả từ cuộc xung đột Nga - Ukraine.** Theo IEA, trước xung đột Nga–Ukraine, Nga là một trong những trung tâm xuất khẩu diesel/gasoil lớn nhất thế giới, với quy mô xấp xỉ 1 triệu thùng/ngày; riêng tháng 12/2021, xuất khẩu gasoil đạt khoảng 1,1 triệu thùng/ngày. Nga đồng thời

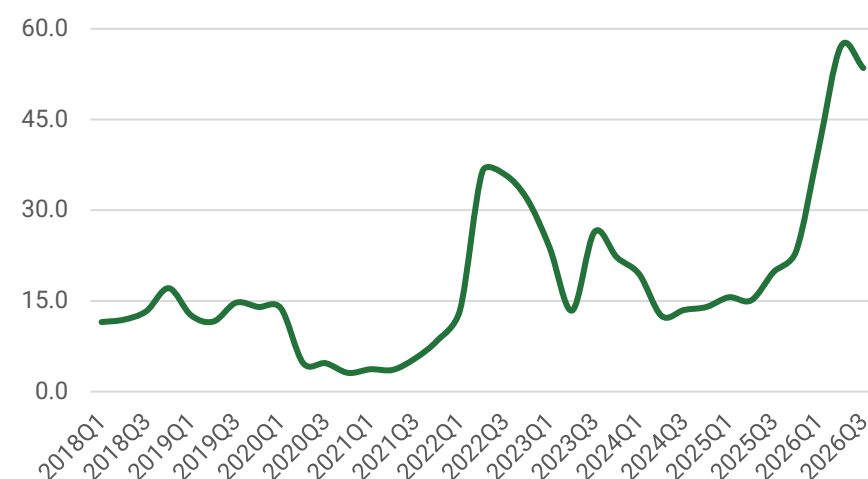
là nguồn cung diesel lớn nhất của châu Âu, chiếm 53% lượng diesel nhập khẩu đường biển của khu vực Tây Bắc Âu trong giai đoạn tháng 10/2021 – 9/2022. Vì vậy, các biện pháp trừng phạt và việc tái định tuyến dòng hàng Nga từ năm 2022 đã làm gia tăng khoảng cách vận chuyển, chi phí logistics và mức độ bất ổn nguồn cung, qua đó góp phần đẩy crack spread diesel lên cao và duy trì một thời gian dài cho tới bây giờ. **Và từ đây, diesel bắt đầu chuyển từ một sản phẩm có doanh thu lớn thành động cơ lợi nhuận chủ đạo của công ty.**

Trong giai đoạn 2023–2025, crack spread bình thường hóa từ từ nhưng mức độ suy giảm giữa các sản phẩm không đồng đều và diesel vẫn duy trì ở mức tốt. Năm 2023, diesel và Jet/KO vẫn đóng góp khoảng 9.270 tỷ đồng, tương đương 95% lợi nhuận gộp ròng. Đến năm 2024, diesel và Jet/KO vẫn tạo gần 3.879 tỷ đồng lợi nhuận gộp, nhưng gần như bị xóa sạch bởi khoản lỗ của xăng, polypropylene và chi phí liên quan đến bảo dưỡng tổng thể lần thứ năm. Sang năm 2025, lợi nhuận phục hồi chủ yếu nhờ nhóm middle distillates gồm diesel và Jet/KO. Hai nhóm này tạo khoảng 7.948 tỷ đồng lợi nhuận gộp, cao hơn khoảng 30% lợi nhuận gộp ròng toàn BSR do phải bù đắp khoản lỗ 1.582 tỷ đồng của xăng và 911 tỷ đồng của polypropylene. Điều này cho thấy vai trò trung tâm của diesel và Jet đã hình thành từ trước năm 2026, chứ không chỉ xuất hiện khi crack spread năm 2026 tăng mạnh. Đến 1H26, lợi nhuận gộp của BSR gần như chuyển sang trạng thái bùng nổ toàn diện khi tất cả các mảng sản phẩm chính đều đem lại lợi nhuận gộp cho doanh nghiệp.

Vì vậy, chúng tôi đánh giá điểm xuyên suốt là diesel và Jet/KO đã trở thành trụ cột lợi nhuận cũng như bộ phận bù đắp cho các nhóm kém hiệu quả từ năm 2022; và năm 2026 nên hiểu là sự tăng tốc của một xu hướng đã hình thành từ trước: diesel đang dịch chuyển từ vai trò sản phẩm có doanh thu lớn sang vai trò sản phẩm đóng góp lợi nhuận chủ lực của BSR.

### 3. Diesel crack trở lại vùng đỉnh, củng cố triển vọng 2H26

Nếu nhìn nhanh, với giả định sản lượng diesel khoảng 3,5 triệu tấn mỗi năm, hệ số quy đổi 7,45 thùng mỗi tấn và tỷ giá 26.000 đồng/USD, thì mỗi 10 USD/thùng thay đổi của crack spread sẽ tương đương gần 6.780 tỷ đồng đóng góp lợi nhuận gộp lý thuyết cho BSR. Chúng tôi hiểu kết quả thực tế còn phụ thuộc vào loại dầu thô, thuế, thời điểm định giá, tồn kho và các chi phí năng lượng khác. Tuy nhiên, phép tính trên cho thấy vì sao diesel crack spread chỉ cần thay đổi vài chục USD/thùng cũng có thể làm lợi nhuận BSR biến động hàng chục nghìn tỷ đồng như chúng ta đã thấy trong 1H2026.

**Hình 3: Ước tính crack spread diesel trung bình trong quý từ 1Q18 tới nay**

Nguồn: PHS tổng hợp và tính toán

Crack spread phục hồi đúng thời điểm quan trọng. Ngay từ đầu tháng 3/2026, biên lợi dầu phức hợp Singapore đã lên gần 30 USD/thùng, trong khi crack gasoil 10ppm - benchmark gần nhất với diesel hàm lượng lưu huỳnh thấp của BSR - vượt 48 USD/thùng, mức cao nhất kể từ tháng 8/2022. Sau nhịp hạ nhiệt vào cuối Q2, crack spread diesel tăng mạnh trở lại trong tháng 7 và tháng 8, tiến gần vùng đỉnh của chu kỳ. Diễn biến này xuất hiện sau thời điểm chốt BCTC Q2, nên chưa phản ánh đầy đủ trong kết quả 1H2026.

Theo IEA tháng 8/2026, công suất lọc dầu toàn cầu trong tháng 7 vẫn thấp hơn gần 5 triệu thùng/ngày so với cùng kỳ. Nguồn cung sản phẩm bị thắt chặt bởi nhiều yếu tố đồng thời: công suất xuất khẩu tại Trung Đông chưa phục hồi hoàn toàn, năng lực lọc dầu Nga tiếp tục bị hạn chế, một số nhà máy châu Á phải giảm công suất và nhiều cơ sở lọc dầu tại các thị trường phát triển đã đóng cửa hoặc gián đoạn. Khi thị trường thiếu sản phẩm thành phẩm chứ không chỉ thiếu dầu thô, giá diesel và nhiên liệu bay có thể giảm chậm hơn giá nguyên liệu, qua đó duy trì crack spread ở mức cao.

Kỳ vọng lợi nhuận được kéo dài từ 1H26 sang 1Q27. Đối với BSR, sự phục hồi của crack trong tháng 7-8 làm tăng khả năng Q3 tiếp tục ghi nhận lợi nhuận cao và củng cố triển vọng cả năm 2026 nếu không xuất hiện sự cố ngoài kế hoạch.

Tuy nhiên, crack spread giao ngay không chuyển hóa nguyên vẹn thành lợi nhuận kế toán. Biên LNG của BSR còn chịu ảnh hưởng bởi giá dầu thô đã nhập, độ trễ tồn kho, tỷ giá, thuế và cơ chế giá bán.

#### **4. Lợi thế nội địa và khả năng chuyển hóa cơ hội thành lợi nhuận**

Nhà máy Lọc dầu Dung Quất hiện đáp ứng khoảng hơn 30% nhu cầu xăng dầu trong nước. Thị trường tiêu thụ trong nước chủ yếu giúp BSR giảm chi phí và rủi ro logistics so với mô hình xuất khẩu, và đồng thời cũng hạn chế rủi ro phải bán sản phẩm trong điều kiện thị trường khu vực bất lợi. Bên cạnh đó, giá bán trong nước thường tham chiếu với các nước xung quanh, vì vậy BSR có khả năng giữ lại một phần lợi thế khi giá sản phẩm khu vực tăng mạnh.

**Năng lực vận hành là chìa khóa biến cơ hội thành kết quả kinh doanh.** Crack spread cao chỉ tạo giá trị khi nhà máy có đủ dầu thô, vận hành ổn định và bán được sản phẩm. Trong 1H26, Dung Quất vận hành bình quân khoảng 120% công suất thiết kế, sản xuất hơn 4,05 triệu tấn và tiêu thụ hơn 4,03 triệu tấn. BSR đặt mục tiêu chính thức sản xuất khoảng 7,76 triệu tấn và mục tiêu phấn đấu lên tới 8,3 triệu tấn trong cả năm. Sự kết hợp giữa biên lợi nhuận cao và sản lượng cao tạo ra đòn bẩy hoạt động rất lớn, đồng thời giải thích vì sao BSR có thể chuyển biến động crack spread của thị trường thành lợi nhuận thực tế tốt hơn các nhà máy đang thiếu nguyên liệu hoặc phải giảm công suất.

**Sự linh hoạt trong nguyên liệu dầu thô đầu vào là một lợi thế đặc biệt.** Lợi thế của BSR không chỉ nằm ở công suất. Doanh nghiệp đã nâng số chủng loại dầu thô có thể chế biến lên khoảng 40 loại, mở rộng khả năng lựa chọn nguyên liệu theo chất lượng, nguồn cung và tính kinh tế tại từng thời điểm. Khả năng phối trộn nhiều loại dầu giúp BSR giảm phụ thuộc vào một nguồn nguyên liệu, chủ động hơn trước biến động địa chính trị và tận dụng chênh lệch giá giữa các loại crude. Đây là năng lực đặc biệt quan trọng trong giai đoạn thị trường năng lượng liên tục xuất hiện gián đoạn nguồn cung.

Cụ thể, trong tháng 6/2026, BSR đã chế biến thành công 2 loại nguyên liệu mới gồm dầu thô Erha (Nigeria) và condensate Sao Vàng - Đại Nguyệt (SVDN).

Bên cạnh đó, BSR cũng nâng cấp bể chứa dầu thô (bổ sung 65.000 m<sup>3</sup>) đưa tổng sức chứa lên khoảng 585.000 m<sup>3</sup>, tăng 12,5% và tương đương gần 15 ngày vận hành. Hạ tầng này giảm rủi ro từ lịch tàu và thời tiết, hỗ trợ phối trộn nhiều loại dầu, đồng thời cho phép doanh nghiệp lựa chọn thời điểm mua nguyên liệu thuận lợi hơn. Khi kết hợp với lợi thế nội địa, công suất cao và khả năng xử lý đa dạng nguồn dầu thô, BSR sở hữu một hệ thống tương đối hoàn chỉnh để chuyển hóa chu kỳ crack thuận lợi thành doanh thu, biên lợi nhuận và dòng tiền.

## 5. Bảng cân đối mạnh, khấu hao sâu và động lực tái định giá

**Bảng cân đối mạnh tạo lớp đệm hiểm có đối với một doanh nghiệp hàng hóa mang tính chu kỳ.** Tại ngày 30/06/2026, BSR có 6.660 tỷ đồng tiền và tương đương tiền cùng 47.116 tỷ đồng tiền gửi ngắn hạn, tổng cộng 53.776 tỷ đồng, tương đương khoảng 51% tổng tài sản. Dư nợ vay chỉ 12.766 tỷ đồng, toàn bộ là vay ngắn hạn phục vụ vốn lưu động; doanh nghiệp không có vay dài hạn. Tiền ròng vì vậy đạt khoảng 41.010 tỷ đồng, tương đương gần 8.190 đồng trên mỗi cổ phiếu. Hệ số thanh toán hiện hành khoảng 3,03 lần cho thấy rủi ro thanh khoản ở mức rất thấp.

Quy mô tiền gửi lớn tạo ra 1.055 tỷ đồng lãi tiền gửi trong 1H26, tương đương bình quân khoảng 5,8 tỷ đồng mỗi ngày. Nguồn thu này giúp ổn định lợi nhuận khi crack spread suy yếu, nhưng ý nghĩa lớn hơn của lượng tiền mặt là khả năng tự tài trợ vốn lưu động, bảo dưỡng và một phần dự án nâng cấp - mở rộng mà không tạo áp lực đòn bẩy quá mức.

**Bên cạnh đó, tài sản nhà máy lọc dầu của BSR đã khấu hao sâu cũng góp phần tạo lợi thế chi phí trong ngắn hạn.** Tài sản cố định hữu hình của BSR có nguyên giá 46.704 tỷ đồng và hao mòn lũy kế 36.285 tỷ đồng, tương đương khoảng 77,7% đã được khấu hao. Nền tài sản hiện hữu đã khấu hao sâu làm giảm áp lực chi phí khấu hao so với giai đoạn đầu vận hành, qua đó hỗ trợ biên lợi nhuận và dòng tiền khi nhà máy chạy ở công suất cao. Tuy nhiên, khấu hao sâu cũng đồng nghĩa yêu cầu bảo dưỡng và thay thế tài sản tăng dần.

**BSR cũng đang chuẩn bị nâng cấp mở rộng, biến lợi thế chu kỳ thành năng lực sản xuất dài hạn.** Động lực tái định giá quan trọng nhất là dự án nâng cấp - mở rộng Dung Quất. Dự án dự kiến nâng công suất từ 148.000 lên 171.000 thùng/ngày, tăng khoảng 15,5%, nâng chất lượng sản phẩm lên tiêu chuẩn Euro V và tiếp tục mở rộng khả năng chế biến các loại dầu thô khác nhau. Gói EPC trị giá khoảng 988,8 triệu USD có thời gian thực hiện khoảng 37 tháng, khiến mốc vận hành thực tế có thể nghiêng về năm 2029. Nếu dự án đúng tiến độ và kiểm soát tốt tổng mức đầu tư, lợi ích không chỉ đến từ sản lượng cao hơn mà còn đến từ khả năng lựa chọn thêm nguồn dầu thô đầu vào, giúp tối ưu hóa sản phẩm cũng như giúp gia tăng cơ cấu sản phẩm giá trị cao.

E10, nhiên liệu hàng không, nhiên liệu hàng hải, diesel sinh học, nhiên liệu quốc phòng và các polypropylene mới là những sản phẩm mới có thể sớm đóng góp doanh thu cho BSR. E10 có ý nghĩa trước mắt trong việc bảo vệ đầu ra xăng nền, tăng sử dụng hạ tầng phối trộn và tái kết nối chuỗi ethanol nội địa. Sau khi E10 được triển khai toàn quốc từ ngày 01/06/2026, BSR đã xuất bán khoảng 300.000 m3 E10 RON95 lũy kế đến hết tháng 7. Tuy nhiên,

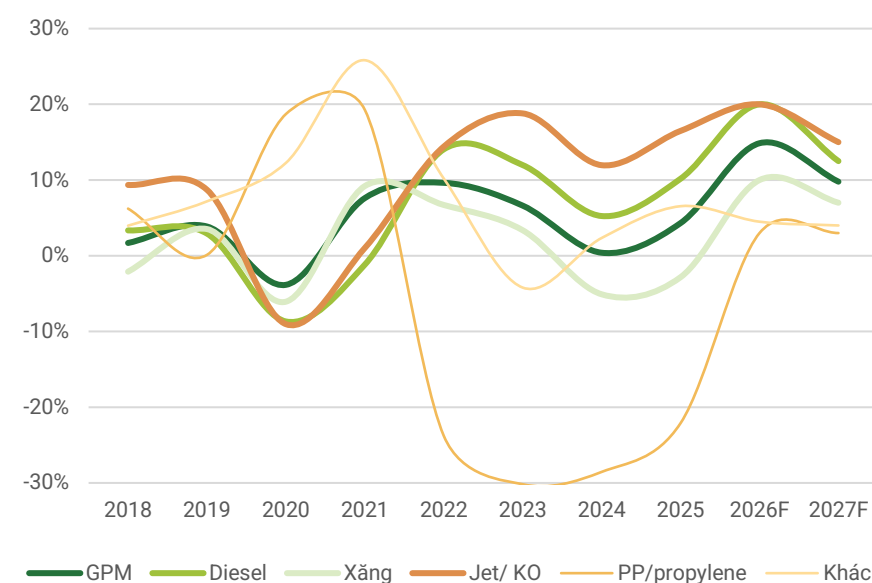
doanh thu E10 RON95 trong 1H26 đạt 2.219 tỷ đồng nhưng biên gộp trực tiếp chỉ khoảng 2,8%, thấp xa diesel và Jet A-1.

Bên cạnh đó, BSR hiện nằm trong nhóm doanh nghiệp có vốn Nhà nước phải cơ cấu lại tỷ lệ sở hữu để đáp ứng điều kiện công ty đại chúng và duy trì niêm yết. Theo danh sách cổ đông chốt ngày 11/3/2026, Petrovietnam đang nắm giữ 92,13% vốn BSR, trong khi 56.355 cổ đông không phải cổ đông lớn chỉ sở hữu 7,87%, thấp hơn mức tối thiểu 10% theo Luật Chứng khoán sửa đổi. Vì vậy, chúng tôi kì vọng Petrovietnam sẽ bán tối thiểu khoảng 2,13% vốn BSR, đưa tỷ lệ sở hữu về khoảng 90% và nâng tỷ lệ cổ phiếu do các nhà đầu tư bên ngoài nắm giữ lên tối thiểu 10%. Quá trình định giá dự kiến hoàn tất chậm nhất vào tháng 12/2026, sau đó phần vốn có thể được bán đấu giá công khai trên sở giao dịch. Về dài hạn, việc free-float và thanh khoản của BSR được cải thiện sẽ giúp mở rộng khả năng tham gia của nhà đầu tư tổ chức và đối tác chiến lược, qua đó trở thành một động lực tái định giá đáng chú ý đối với BSR.

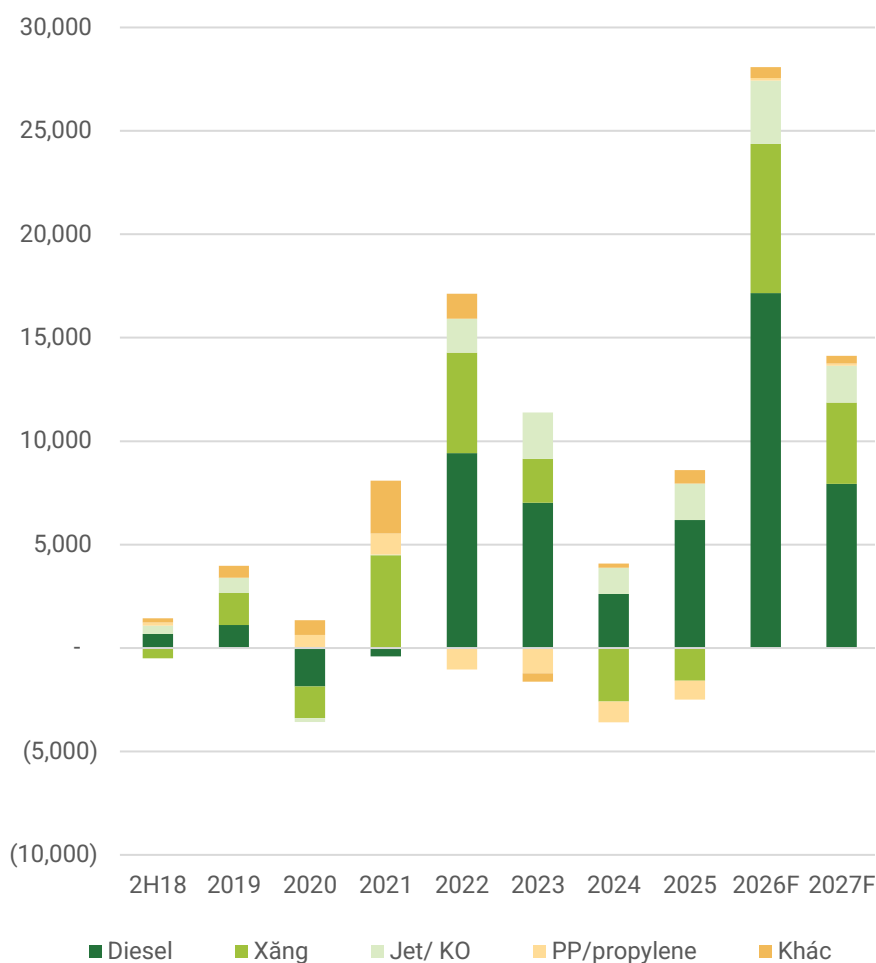
## Định giá

Dựa vào việc crack spread diesel tăng mạnh trở lại trong tháng 7 và tháng 8, tiến gần vùng đỉnh của chu kỳ sau nhịp hạ nhiệt vào cuối Q2 và diễn biến này xuất hiện sau thời điểm chốt BCTC Q2, nên chưa phản ánh đầy đủ trong kết quả 1H2026, chúng tôi kì vọng LNST cả năm 2026 của BSR sẽ tiếp tục ghi nhận ít nhất khoảng 24,601 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2026F là VND4.913 và giá trị sổ sách cuối 2026F là VND16,679.

**Hình 4: Dự phóng GPM của từng nhóm sản phẩm của BSR và BSR**



Nguồn: BSR, PHS tổng hợp và dự phóng

**Hình 5: Dự phóng đóng góp LNG của từng nhóm sản phẩm của BSR**

Nguồn: BSR, PHS tổng hợp và dự phóng

### Định giá theo phương pháp so sánh

Chúng tôi lựa chọn phương pháp so sánh làm phương pháp định giá chủ đạo do BSR đang chuẩn bị bước vào một chu kỳ đầu tư mới với quy mô vốn lớn và thời gian triển khai kéo dài. Trong giai đoạn này, dòng tiền tự do (FCF) có thể biến động mạnh, thậm chí âm do giải ngân dự án Nâng cấp – Mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, nhưng điều đó không phản ánh đầy đủ năng lực tạo lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh hiện hữu. Việc xây dựng mô hình chiết khấu dòng tiền đòi hỏi phải đưa ra hàng loạt giả định dài hạn về giá dầu thô, crack spread từng sản phẩm, công suất vận hành, tiến độ giải ngân, cơ cấu tài trợ, tỷ giá, vốn lưu động, thời điểm hoàn thành và tốc độ tăng công suất sau đầu tư. Chỉ một thay đổi nhỏ trong các giả định này cũng có thể tạo ra chênh lệch lớn trong kết quả định giá.

Bên cạnh đó, dự án cần nhiều năm xây dựng và thêm một khoảng thời gian để vận hành ổn định. Nếu chỉ chiết khấu dòng tiền đến thời điểm nhà máy mới đi vào hoạt động đầy đủ, phần lớn giá trị doanh nghiệp sẽ nằm ở dòng tiền cách thời điểm định giá hơn năm năm và giá trị cuối kỳ. Khi đó, kết quả

DCF phụ thuộc nhiều hơn vào giả định tăng trưởng dài hạn và chi phí vốn thay vì phản ánh giá trị hoạt động hiện tại của BSR, làm giảm tính chính xác.

Do đó, phương pháp so sánh cho phép định giá BSR dựa trên cách thị trường đã và đang định giá chính BSR qua nhiều giai đoạn của chu kỳ. Phương pháp này minh bạch hơn, ít phụ thuộc vào các giả định quá xa và phù hợp hơn với bối cảnh phần lớn lợi nhuận trong trung hạn vẫn đến từ Nhà máy Lọc dầu Dung Quất hiện hữu. Tuy nhiên, để tránh định giá quá cao khi lợi nhuận đang ở vùng đỉnh, chúng tôi sử dụng lợi nhuận đã được chuẩn hóa theo crack spread trung bình chu kỳ, kết hợp nhiều chỉ số như P/E và P/B.

Theo dữ liệu từ FiinPro từ 01/03/2018 đến 27/08/2026. Hiện nay, BSR giao dịch ở P/B 1,79x và P/E trailing 6,74x. Nếu chỉ nhìn P/E, cổ phiếu có vẻ rẻ hơn trung vị lịch sử sau khi loại các giai đoạn P/E âm và các điểm trên 30x là 9.08x.

P/B hiện tại 1,79x nằm xấp xỉ phân vị 75% của 5 năm gần nhất. Nghĩa là thị trường đã phản ánh một phần đáng kể của sự phục hồi. Tuy vậy, P/B vẫn thấp hơn trung vị riêng năm 2026 là 1,95x và thấp hơn vùng hưng phấn trên 2,1x. Khoảng trống này tạo ra dư địa tăng nếu xét theo cả năm 2026F.

**Bảng 6: Phân tích lịch sử định giá theo PB**

| Giai đoạn                   | Trung vị | Phân vị 75% | Phân vị 90% | Bình quân |
|-----------------------------|----------|-------------|-------------|-----------|
| Toàn kỳ 2018-2026           | 1,24x    | 1,62x       | 2,07x       | 1,33x     |
| 5 năm gần nhất              | 1,24x    | 1,80x       | 2,14x       | 1,42x     |
| Năm 2022 - siêu chu kỳ      | 1,68x    | 1,88x       | 2,13x       | 1,70x     |
| 2023-2025 - bình thường hóa | 1,09x    | 1,22x       | 1,39x       | 1,14x     |
| Năm 2026                    | 1,95x    | 2,16x       | 2,43x       | 2,04x     |

*Nguồn: BSR; PHS tổng hợp*

Cho phương pháp PE, chúng tôi đề xuất sử dụng EPS trung bình của 2 năm dự phóng là 2026F (VND4,913) và 2027F (VND2,581) để tính ra mức EPS hợp lý để dự phóng định giá của BSR trong năm 2026 là VND3,747. Đây cũng là mức EPS thấp hơn mức EPS trailing hiện tại của BSR là VND3,933.

Cho phương pháp PB, chúng tôi nhận thấy chu kỳ năm 2026 có nhiều nét tương đồng với chu kỳ của năm 2022, vì vậy chúng tôi đề xuất sử dụng mức định giá 1.7x và giá trị sổ sách cuối năm 2026F là VND16,679. Mức PB này cũng thấp hơn mức PB đang giao dịch của BSR là 1.79x.

Tổng hợp hai phương pháp như sau:

**Bảng 7: Phân tích lịch sử định giá theo PB**

| Phương pháp       | EPS/ GTSS | Hệ số | Giá trị | Bình quân     |
|-------------------|-----------|-------|---------|---------------|
| PE (50%)          | 3,747     | 9.08x | 34.022  |               |
| PB (50%)          | 16,679    | 1.70x | 28.354  |               |
| <b>Trung bình</b> |           |       |         | <b>31.188</b> |

*Nguồn: BSR; PHS tổng hợp*

Vì vậy, dựa trên phương pháp so sánh như trên, chúng tôi khuyến nghị **Tăng tỉ trọng** với dự phóng giá trị hợp lý của BSR là 31.150 đồng/cổ phiếu, tương ứng tiềm năng tăng giá 17,1% so với giá thị trường hiện tại.

## Báo cáo tài chính

Tỷ VND

| Kết quả kinh doanh          | 2023A          | 2024A          | 2025A          | 2026F          | 2027F          | 2028F          |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>      | <b>147,423</b> | <b>123,027</b> | <b>141,582</b> | <b>188,986</b> | <b>144,344</b> | <b>147,365</b> |
| Giá vốn hàng bán            | (137,664)      | (122,536)      | (135,468)      | (160,898)      | (130,221)      | (138,201)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>        | <b>9,760</b>   | <b>491</b>     | <b>6,114</b>   | <b>28,088</b>  | <b>14,123</b>  | <b>9,164</b>   |
| Chi phí bán hàng            | (1,032)        | (652)          | (824)          | (1,134)        | (866)          | (884)          |
| Chi phí QLDN                | (623)          | (561)          | (751)          | (945)          | (722)          | (737)          |
| <b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>    | <b>8,104</b>   | <b>(722)</b>   | <b>4,538</b>   | <b>26,009</b>  | <b>12,535</b>  | <b>7,543</b>   |
| Lợi nhuận tài chính         | 2,652          | 2,230          | 1,917          | 1,838          | 2,351          | 2,273          |
| Chi phí tài chính           | (1,155)        | (800)          | (481)          | (221)          | (385)          | (914)          |
| Lãi/lỗ từ CTDLK             | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| Thu nhập khác               | 38             | 28             | 30             | 30             | 30             | 30             |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b> | <b>9,639</b>   | <b>736</b>     | <b>6,005</b>   | <b>27,656</b>  | <b>14,530</b>  | <b>8,931</b>   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>   | <b>8,593</b>   | <b>591</b>     | <b>5,217</b>   | <b>24,614</b>  | <b>12,932</b>  | <b>7,949</b>   |
| LNST của cổ đông Công ty mẹ | 8,650          | 631            | 5,214          | 24,602         | 12,925         | 7,945          |
| Cân đối kế toán             | 2023A          | 2024A          | 2025A          | 2026F          | 2027F          | 2028F          |
| <b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>     | <b>68,681</b>  | <b>71,516</b>  | <b>70,241</b>  | <b>85,931</b>  | <b>87,085</b>  | <b>95,163</b>  |
| Tiền và tương đương tiền    | 17,001         | 28,995         | 7,626          | 18,357         | 18,020         | 29,485         |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn   | 21,122         | 14,022         | 36,136         | 36,136         | 36,136         | 36,136         |
| Phải thu ngắn hạn           | 14,955         | 12,457         | 13,539         | 16,967         | 17,309         | 15,249         |
| Hàng tồn kho                | 15,531         | 15,891         | 12,667         | 14,106         | 15,341         | 14,009         |
| Tài sản ngắn hạn khác       | 150            | 150            | 273            | 365            | 279            | 284            |
| <b>Tài Sản Dài Hạn</b>      | <b>16,871</b>  | <b>16,871</b>  | <b>14,902</b>  | <b>19,704</b>  | <b>32,327</b>  | <b>40,193</b>  |
| Tài sản cố định             | 16,071         | 13,216         | 11,292         | 9,294          | 7,322          | 5,404          |
| Bất động sản đầu tư         | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| Chi phí xây dựng dở dang    | 1,195          | 1,352          | 2,032          | 8,832          | 23,427         | 33,211         |
| Đầu tư tài chính dài hạn    | 10             | 10             | 9              | 9              | 9              | 9              |
| Tài sản dài hạn khác        | 638            | 2,294          | 1,568          | 1,568          | 1,568          | 1,568          |
| Lợi thế thương mại          | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>    | <b>88,387</b>  | <b>88,387</b>  | <b>85,143</b>  | <b>110,344</b> | <b>122,126</b> | <b>136,852</b> |
| <b>Nợ phải trả</b>          | <b>32,849</b>  | <b>32,849</b>  | <b>24,630</b>  | <b>31,264</b>  | <b>36,842</b>  | <b>47,570</b>  |
| Nợ ngắn hạn                 | 31,984         | 31,984         | 23,774         | 30,408         | 26,192         | 25,902         |
| Nợ dài hạn                  | 864            | 865            | 856            | 856            | 10,650         | 21,668         |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>       | <b>55,537</b>  | <b>55,538</b>  | <b>60,513</b>  | <b>79,079</b>  | <b>85,284</b>  | <b>89,282</b>  |
| Vốn góp                     | 31,005         | 31,005         | 50,073         | 50,073         | 50,073         | 50,073         |
| Thặng dư vốn                |                |                |                |                |                |                |
| Quỹ và Vốn khác             | 10,048         | 12,675         | 2,994          | 2,994          | 2,994          | 2,994          |
| Lợi nhuận giữ lại           | 16,340         | 11,826         | 7,414          | 30,452         | 35,997         | 40,064         |
| Lợi ích cổ đông thiểu số    | (125)          | 32             | 32             | 44             | 51             | 55             |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>       | <b>88,387</b>  | <b>88,387</b>  | <b>85,143</b>  | <b>110,344</b> | <b>122,126</b> | <b>136,852</b> |

| Lưu chuyển tiền tệ                     | 2023A   | 2024A   | 2025A    | 2026F   | 2027F    | 2028F    |
|----------------------------------------|---------|---------|----------|---------|----------|----------|
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh | -       | (80)    | 5,258    | 23,282  | 13,298   | 12,515   |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư     | -       | 7,990   | (21,662) | (7,100) | (14,895) | (10,084) |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính  | -       | 3,833   | (5,354)  | (5,451) | 1,260    | 9,034    |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ         | -       | 11,994  | (21,369) | 10,731  | (336)    | 11,464   |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ         | -       | 17,001  | 28,995   | 7,626   | 18,357   | 18,020   |
| Tiền & tương đương tiền cuối kỳ        | -       | 28,995  | 7,626    | 22,629  | 20,678   | 30,980   |
| Chỉ số tài chính                       | 2023A   | 2024A   | 2025A    | 2026F   | 2027F    | 2028F    |
| <b>Tăng trưởng</b>                     |         |         |          |         |          |          |
| Doanh thu                              | (11.8%) | (16.5%) | 15.1%    | 33.5%   | (23.6%)  | 2.1%     |
| Lợi nhuận sau thuế                     | (41.4%) | (93.1%) | 782.6%   | 285.9%  | (47.5%)  | (37.4%)  |
| Tổng tài sản                           | 10.3%   | 2.1%    | (3.7%)   | 24.1%   | 13.0%    | 13.4%    |
| Tổng vốn chủ sở hữu                    | 11.9%   | (3.0%)  | 9.0%     | 38.1%   | 6.6%     | 4.6%     |
| <b>Khả năng sinh lời</b>               |         |         |          |         |          |          |
| Tỷ suất lãi gộp                        | 6.6%    | 0.4%    | 4.3%     | 14.9%   | 9.8%     | 6.2%     |
| Tỷ suất EBIT                           | 5.5%    | (0.6%)  | 3.2%     | 13.8%   | 8.7%     | 5.1%     |
| Tỷ suất EBITDA                         | 7.0%    | 1.2%    | 4.8%     | 15.0%   | 10.3%    | 6.6%     |
| Tỷ suất lãi ròng                       | 5.8%    | 0.5%    | 3.7%     | 13.0%   | 9.0%     | 5.4%     |
| ROA                                    | 10.4%   | 0.7%    | 6.0%     | 25.8%   | 11.5%    | 6.2%     |
| ROE                                    | 16.0%   | 1.1%    | 9.0%     | 34.2%   | 15.0%    | 8.7%     |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b>              |         |         |          |         |          |          |
| Số ngày phải thu                       | 34.6    | 35.3    | 33.1     | 31.0    | 42.0     | 36.0     |
| Số ngày tồn kho                        | 41.2    | 47.3    | 34.1     | 32.0    | 43.0     | 37.0     |
| Số ngày phải trả                       | 38.8    | 43.1    | 30.6     | 27.0    | 35.0     | 31.0     |
| <b>Khả năng thanh toán</b>             |         |         |          |         |          |          |
| Tỷ suất thanh toán hiện thời           | 2.24x   | 2.24x   | 2.95x    | 2.98x   | 3.43x    | 3.73x    |
| Tỷ suất thanh toán nhanh               | 1.73x   | 1.73x   | 2.41x    | 2.49x   | 2.83x    | 3.18x    |
| <b>Cấu trúc tài chính</b>              |         |         |          |         |          |          |
| Tổng nợ/Tổng tài sản                   | 37.2%   | 37.2%   | 28.9%    | 28.3%   | 30.2%    | 34.8%    |
| Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu                 | 28.6%   | 28.6%   | 17.4%    | 20.0%   | 25.7%    | 37.7%    |
| Vay ngắn hạn/VCSH                      | 28.6%   | 28.6%   | 17.4%    | 20.0%   | 14.2%    | 14.4%    |
| Vay dài hạn/VCSH                       | -       | -       | -        | -       | 11.5%    | 23.3%    |

Nguồn: BSR; PHS tổng hợp và dự phóng

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Nam Sơn, Phó phòng phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**MUA:** Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

**TĂNG TỶ TRỌNG:** Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

**NẮM GIỮ:** Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

**BÁN:** Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

**KHÔNG XẾP HẠNG:** Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

## Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,  
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Mỹ, Tp.HCM  
Điện thoại: (84-28) 5 413 5479  
Customer Service: 1900 25 23 58  
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

**Fax:** (84-28) 5 413 5472  
**Call Center:** (84-28) 5 413 5488  
**Web:** www.phs.vn

### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby  
81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
P. Bến Thành, Tp.HCM  
**Điện thoại:** (+84-28) 3 535 6060  
**Fax:** (+84-28) 3 535 2912

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,  
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường Bàn Cờ,  
Tp.HCM  
**Điện thoại:** (+84-28) 3 820 8068  
**Fax:** (+84-28) 3 820 8206

### Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,  
251 Hoàng Văn Thụ, Phường Tân Sơn Hòa,  
Tp.HCM.  
**Điện thoại:** (+84-28) 3 813 2401  
**Fax:** (+84-28) 3 813 2415

### Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,  
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Yên Hòa, Hà  
Nội  
**Phone:** (+84-24) 6 250 9999  
**Fax:** (+84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,  
18 Trần Hưng Đạo, Phường Hồng Bàng, Hải  
Phòng  
**Phone:** (+84-22) 384 1810  
**Fax:** (+84-22) 384 1801