

BSR - Lợi nhuận 9 tháng đầu năm đạt kỷ lục và crack spread vượt dự báo, ngụ ý khả năng điều chỉnh tăng cho năm 2026; Tiến độ thoái vốn Nhà nước bám sát kế hoạch tháng 3/2027 - Báo cáo Gặp gỡ NĐT

Doanh Nghiệp • 15/10/2026

* Chúng tôi đã tham dự cuộc họp Gặp gỡ NĐT của Tổng Công ty Lọc hóa dầu Việt Nam (BSR) vào ngày 15/10/2026. Trong cuộc họp, ban lãnh đạo đã nhấn mạnh việc LNST sơ bộ 9 tháng đầu năm 2026 (9T 2026) đã đạt mức kỷ lục nhờ crack spread duy trì ở mức cao; mặc dù crack spread được dự báo sẽ giảm trong năm 2027, mức này vẫn tương đối cao so với lịch sử. Bên cạnh đó, BSR đặt mục tiêu sẽ hoàn tất quá trình thoái vốn Nhà nước trước ngày 11/03/2027. Ban lãnh đạo cũng cho biết giá trị hợp đồng EPC của dự án nâng cấp và mở rộng nhà máy hiện thấp hơn khoảng 200 triệu USD so với giá trị gói thầu được phê duyệt.

* **Quan điểm của chúng tôi:** Chúng tôi nhận thấy khả năng điều chỉnh tăng đối với dự báo lợi nhuận năm 2026, trong khi dự báo năm 2027 dự kiến sẽ không có thay đổi đáng kể, dù vẫn cần thêm đánh giá chi tiết. Nguyên nhân là do LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo sơ bộ 9T 2026 đã đạt 22,9 nghìn tỷ đồng (gấp 10,6 lần YoY), tương đương 95% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi. Ngoài ra, BSR kỳ vọng lợi nhuận trong Báo cáo Tài chính (BCTC) chính thức 9T 2026 sẽ cao hơn so với số liệu sơ bộ, trong đó LNST quý 3 có thể sẽ vượt quý 2 nhờ sự cải thiện của crack spread.

* Chúng tôi hiện có khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 35.800 đồng/cổ phiếu đối với BSR.

BSR đã công bố KQKD 9T 2026 đạt mức kỷ lục, và vượt dự báo của chúng tôi

* Doanh thu 9T 2026 đạt 164,5 nghìn tỷ đồng (+58% YoY; hoàn thành 80% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi), trong khi LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo đạt 22,9 nghìn tỷ đồng (gấp 10,6 lần YoY; hoàn thành 95% dự báo cả năm 2026). Kết quả này chủ yếu được hỗ trợ bởi mức tăng 5% YoY của sản lượng bán, mức tăng 26% YoY của giá dầu Brent, cùng với crack spread cao hơn. Trong 9T 2026, crack spread trung bình tại Platts Singapore đối với xăng RON 95/dầu diesel /nhiên liệu bay Jet A1 lần lượt đạt 24,0/53,2/55,3 USD/thùng (gấp 2,1/3,2/3,5 lần YoY).

* Doanh thu quý 3/2026 đạt 59,9 nghìn tỷ đồng (+70% YoY), trong khi LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo đạt 6,9 nghìn tỷ đồng (-9% QoQ; gấp 7,7 lần YoY). Kết quả này được hỗ trợ bởi mức tăng 5% YoY của sản lượng bán, mức tăng 33% YoY của giá dầu Brent, cùng với crack spread cao hơn. Trong quý 3/2026, crack spread trung bình theo Platts Singapore đối với xăng RON 95 /dầu diesel/nhiên liệu bay Jet A1 lần lượt đạt 27,8/62,9/60,7 USD/thùng (tương ứng gấp 1,3/2,2 /2,3 lần YoY).

* BSR lưu ý rằng đây mới là con số ước tính và kết quả thực tế có thể còn cao hơn, do giá dầu thô đã giảm khoảng 7 USD/thùng so với quý trước, qua đó giúp giảm chi phí nguyên liệu đầu vào, trong khi crack spread quý 3 vẫn ở mức cao. Đáng chú ý, LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo thực tế trong quý 1 đã đạt 8,3 nghìn tỷ đồng (so với số liệu sơ bộ là 3,3 nghìn tỷ đồng) và quý 2 đạt 7,7 nghìn tỷ đồng (so với số liệu sơ bộ là 4,4 nghìn tỷ đồng).

Crack spread năm 2026 của BSR hiện cao hơn nhiều so với giả định của chúng tôi và mức kỷ lục của năm 2022, qua đó tạo động lực điều chỉnh tăng cho dự báo năm 2026 của chúng tôi. BSR cho biết crack spread trung bình 9T 2026 của doanh nghiệp đối với xăng RON 95/dầu diesel /nhiên liệu bay Jet A1 hiện lần lượt đạt 9,9/40,8/42,6 USD/thùng (gấp 1,8/3,4/3,0 lần mức trung bình năm 2025). Mức crack spread trung bình chung đạt 31,1 USD/thùng, và ban lãnh đạo kỳ vọng mức trung bình cả năm sẽ đạt 32,0 USD/thùng – cao hơn 32% so với dự báo trung bình hiện tại của chúng tôi đối với 3 sản phẩm này là 24,3 USD/thùng. Mức này cũng cao hơn 52% so với mức trung bình 21,1 USD/thùng của năm 2022; kết hợp với việc sản lượng bán năm 2026 dự kiến sẽ cao hơn 18% so với năm 2022, chúng tôi cho rằng lợi nhuận năm 2026 của BSR sẽ vượt xa mức được ghi nhận trong năm 2022.

Crack spread năm 2027 dự kiến sẽ hạ nhiệt từ mức đỉnh của năm 2026 nhưng vẫn sẽ duy trì ở mức cao; do đó chúng tôi cho rằng hiện chưa có thay đổi đáng kể đối với dự báo năm 2027 của chúng tôi. BSR kỳ vọng crack spread năm 2027 sẽ dao động trong khoảng từ 18–27 USD/thùng, đạt trung bình 23 USD/thùng (giảm 28% so với mức ~32 USD/thùng năm 2026). Mức giảm YoY này chủ yếu đến từ việc các hoạt động giao thương qua eo biển Hormuz dự kiến sẽ từng bước được ổn định trở lại. Tuy nhiên, mức crack spread trung bình này vẫn cao hơn 7% so với mức trung bình 21,1 USD/thùng của năm 2022 và vượt xa mức trung bình 9,9 USD/thùng của giai đoạn 2014–2019. Mặt bằng crack spread khả quan này được nâng đỡ bởi: (1) nguồn cung dầu thô thắt chặt do các quốc gia đã giải phóng kho dự trữ chiến lược và (2) công suất lọc dầu bị thu hẹp tại Trung Đông và Nga. Ngoài ra, BSR dự kiến thời gian bảo dưỡng tổng thể định kỳ năm 2027 sẽ kéo dài khoảng 32 ngày (ngắn hơn giả định 40 ngày của chúng tôi), qua đó có thể mang lại dư địa tăng nhẹ cho dự báo sản lượng bán. Tựu chung, chúng tôi nhận thấy sẽ không có thay đổi đáng kể đối với dự báo năm 2027 của chúng tôi, mặc dù vẫn cần chờ thêm các đánh giá chi tiết.

Kế hoạch thoái vốn Nhà nước nhằm đáp ứng quy định về tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng đang được triển khai đúng tiến độ, dự kiến hoàn tất trước ngày 11/03/27; các nhà đầu tư chiến lược đã bày tỏ sự quan tâm. Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) (hiện nắm giữ 92,13% cổ phần tại BSR) hiện cần bán tối thiểu 2,13% cổ phần để giảm tỷ lệ sở hữu xuống dưới 90% nhằm duy trì tư cách công ty đại chúng của BSR. PVN đã chỉ định các đơn vị tư vấn nhằm hoàn tất công tác định giá doanh nghiệp trước ngày 31/12/2026. Sau khi hoàn thành định giá, cổ phần dự kiến sẽ được bán thông qua hình thức đấu giá công khai, với yêu cầu hoàn tất quá trình thoái vốn trước ngày 11/03/2027. Về dài hạn, PVN đã ban hành nghị quyết về việc tìm kiếm các đối tác chiến lược gắn với hoạt động cung ứng dầu thô. Ban lãnh đạo cho biết một số nhà đầu tư chiến lược, bao gồm cả nhà đầu tư nước ngoài, đã bày tỏ sự quan tâm, mặc dù thông tin chi tiết hiện vẫn chưa được công bố. Theo quan điểm của chúng tôi, tiến độ này nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng

tôi rằng quá trình thoái vốn sẽ được hoàn tất trong giai đoạn 6T 2027. Ngoài ra, việc PVN tiếp tục bán phần cổ phần lớn hơn cho một đối tác chiến lược sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho cổ phiếu BSR.

Mức chi phí EPC thấp hơn kỳ vọng dự kiến sẽ cải thiện hiệu quả đầu tư của dự án nâng cấp và mở rộng, tuy nhiên lợi ích thực tế vẫn sẽ còn phụ thuộc vào kết quả quyết toán cuối cùng. Giá trúng thầu EPC của dự án đạt khoảng 1,0 tỷ USD, thấp hơn mức giá trị gói thầu được phê duyệt là khoảng 1,2 tỷ USD. Ban lãnh đạo kỳ vọng mức chi phí thấp hơn này sẽ giúp giảm vốn đầu tư XD/CB trên mỗi đơn vị công suất, qua đó cải thiện hiệu quả sinh lời của dự án. Tuy nhiên, ban lãnh đạo lưu ý rằng lợi ích thực tế chỉ có thể được xác nhận khi dự án hoàn tất quyết toán, do vẫn còn tồn tại các yếu tố không chắc chắn trong quá trình triển khai.

