

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR)

MUA +21,4%

Ngành	Hóa dầu
Ngày báo cáo	07/08/2026
Giá hiện tại	24.250 VND
Giá mục tiêu	29.250 VND
Giá mục tiêu gần nhất	27.000 VND
TL tăng	+20,6%
Lợi suất cổ tức	0,8%
Tổng mức sinh lời	+21,4%

GT vốn hóa	128,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	77,1 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	1,0 nghìn tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	92%
SL cổ phiếu lưu hành	5.007 tr
Pha loãng	5.007 tr

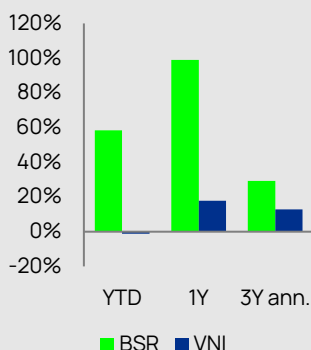
	BSR	Peers*	VNI
P/E (trung)	6,2x	5,5x	13,1x
P/B (ht)	1,6x	1,1x	2,0x
ROE	26,4%	21,4%	16,7%
ROA	18,7%	9,1%	2,4%

* CT cùng ngành trong khu vực

Tổng quan Công ty

BSR được thành lập năm 2008, CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn là đơn vị điều hành Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam. Nhà máy đi vào hoạt động năm 2009, công suất 6.5 triệu tấn/năm và đáp ứng 1/3 nhu cầu trong nước.

Diễn biến giá cổ phiếu



Dương Tấn Phước
Chuyên viên Cao cấp

Đinh Thị Thùy Dương
Phó giám đốc

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	141.578	188.986	144.344	147.365
Doanh thu % YoY	15%	33%	-24%	2%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	5.186	20.195	12.049	8.172
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	722%	289%	-40%	-32%
EPS	722%	289%	-40%	-32%
% YoY				
Biên LN gộp	4,3%	12,2%	9,5%	6,2%
Biên LN ròng	3,7%	10,7%	8,3%	5,5%
ROE	8,9%	28,9%	14,2%	8,8%
Nợ vay ròng/CSH	-55,0%	-50,7%	-48,7%	-42,4%
Lợi suất cổ tức	1,2%	0,8%	2,9%	8,2%
DPS (VND)	300	200	700	2.000
P/E	23,4x	6,0x	10,1x	14,9x
P/B	2,0x	1,5x	1,3x	1,3x
EV/EBITDA	13,2x	3,3x	4,6x	6,0x

Crack spread neo ở mức cao dự kiến thúc đẩy lợi nhuận tăng mạnh

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 8% giá mục tiêu lên mức 29.250 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên MUA đối với CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR), sau khi giá cổ phiếu giảm 20% kể từ Báo cáo Cập nhật trước đó của chúng tôi. Chúng tôi xác định giá mục tiêu dựa trên tỷ trọng 50/50 giữa phương pháp CKDT và định giá theo hệ số P/E (so với 100% CKDT trước đây), việc bổ sung phương pháp P/E nhằm phản ánh rõ ràng hơn mức độ biến động lợi nhuận của BSR. Mức định giá CKDT cao hơn phản ánh (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2026-2030 của chúng tôi cao hơn 16% và (2) việc chúng tôi cập nhật thời gian định giá sang giữa năm 2027, qua đó bù đắp cho (3) mức WACC tăng lên 12,5% (so với 11,8% trước đây) do chúng tôi nâng giả định lãi suất phi rủi ro thêm 1 điểm % lên 7%.
- Mức điều chỉnh tăng đối với dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS của chúng tôi chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức điều chỉnh tăng 11-25% dự báo crack spread năm 2026 và 25% đối với dự báo crack spread năm 2027, qua đó phản ánh tình trạng gián đoạn nguồn cung tại eo biển Hormuz và thâm hụt các sản phẩm lọc dầu trên toàn cầu ngày càng lớn, cùng với (2) mức tăng 1,4% trong giả định sản lượng giai đoạn 2026-2030.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 sẽ tăng mạnh gấp 3,9 lần so với cùng kỳ, được thúc đẩy bởi mức tăng 86% YoY của crack spread trung bình và mức tăng 2% YoY của sản lượng. LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo dự phóng năm 2026 tương đương 137% mức của năm 2022, chủ yếu do crack spread cao hơn, sản lượng cao hơn 16% so với năm 2022 và giá trị hàng tồn kho cuối năm 2025 cao hơn 22% so với cuối năm 2021.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2027 đạt 12,0 nghìn tỷ đồng (-40% YoY) khi crack spread được bình thường hóa, cùng với mức giảm 11% YoY của sản lượng sau đợt bảo dưỡng tổng thể lần thứ 6 theo kế hoạch. Mức thâm hụt các sản phẩm lọc dầu dự báo sẽ thu hẹp xuống còn 2,4 triệu thùng/ngày trong năm 2027, tuy nhiên mức này vẫn cao hơn mức thâm hụt trung bình trước đại dịch khoảng 2,2 triệu thùng/ngày, qua đó hỗ trợ cho tình trạng thắt chặt của thị trường.
- Định giá của BSR hiện ở mức hấp dẫn, với EV/EBITDA dự phóng năm 2027 đạt mức 4,6 lần (thấp hơn khoảng 33% so với mức trung bình 10 năm của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực).
- Yếu tố hỗ trợ:** Nhà nước giảm tỷ lệ sở hữu vốn (dự kiến trong nửa đầu năm 2027) nhằm đảm bảo tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng đạt mức 10%.
- Rủi ro:** Biến động bất lợi của giá dầu gây áp lực lên crack spread và/hoặc dẫn đến việc phải trích lập dự phòng hàng tồn kho.

Thị trường lọc dầu đã thắt chặt đáng kể với mức thâm hụt sản phẩm lọc dầu toàn cầu nói rộng lên 3,9 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (so với 2,5 triệu thùng/ngày trong năm 2025 và 2,7 triệu thùng/ngày trong dự báo trước đây của chúng tôi), theo Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA). Mức thâm hụt này tương đương 122% mức thiếu hụt năm 2022 và chủ yếu phản ánh tình trạng gián đoạn tại Eo biển Hormuz kéo dài hơn dự kiến, bao gồm việc đóng cửa các nhà máy lọc dầu. Khác với năm 2022, đợt gián đoạn hiện tại có tác động trực tiếp hơn đối với khu vực châu Á. Trong 7T 2026, mức crack spread xăng/diesel của Platts Singapore đã tăng lần lượt gấp 2,1 lần/3,1 lần YoY, đạt trung bình 182% mức của năm 2022.

Hạ tầng hạ nguồn tại Trung Đông là khu vực chịu thiệt hại lớn nhất, với chi phí sửa chữa được Rystad Energy ước tính lên tới 24 tỷ USD (tương đương khoảng 42% tổng chi phí khôi phục). Do quá trình sửa chữa có thể kéo dài tới 36 tháng, công suất hạ nguồn nhiều khả năng sẽ tiếp tục bị hạn chế ngay cả khi sản lượng khai thác dầu thô phục hồi, qua đó giữ cho thị trường các sản phẩm lọc dầu tiếp tục thắt chặt trong giai đoạn 2027-2028.

BSR đã trao hợp đồng EPC trị giá 988 triệu USD cho dự án nâng cấp và mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất cho liên danh China Chengda – Beijing Petrochemical. Dự án sẽ nâng công suất thêm 15,5% lên 171.000 thùng/ngày, với thời gian hoàn tất dự kiến vào quý 3/2029, phù hợp với dự báo hiện tại của chúng tôi.

Triển vọng năm 2026: LNST sau lợi ích CĐTS dự kiến tăng gấp 4 lần nhờ crack spread tăng mạnh

Hình 1: Dự báo năm 2026 (1)

	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Giải thích (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo trước đây
SẢN LƯỢNG SẢN XUẤT ('000 TẤN)	7.907	8.101	2%	3%	(a) Chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động ở mức 123% (+3 điểm % YoY; +3 điểm % so với dự báo trước đây của chúng tôi). (b) Do sản lượng thương phẩm trong nửa đầu năm cao hơn dự kiến. Sản lượng thương phẩm nửa đầu năm 2026 đạt 4,05 triệu tấn (+5% YoY; tương đương 51% dự báo năm 2026 của chúng tôi).
Sản lượng ('000 tấn)	7.907	8.101	2%	3%	
Khí hóa lỏng	501	446	-11%	3%	
Xăng A92 & E5	531	486	-8%	2%	
Xăng A95	2.464	2.503	2%	3%	
Phản lực A1	559	624	12%	3%	
Diesel (DO)	3.449	3.702	7%	3%	
Dầu nhiên liệu (FO)	143	162	13%	3%	
Poly propylene (PP)	185	170	-8%	3%	
Khác	3,6	3,7	2%	2%	
GIÁ ĐẦU VÀO (USD/thùng)					
Dầu Brent (USD/thùng)	68,2	83,0	22%	19%	(a & b) Chúng tôi nâng giả định giá dầu Brent năm 2026 lên mức 83 USD/thùng (so với 70 USD/thùng trước đây), như đã đề cập trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng ngày 24/07/2026 của chúng tôi.
Giá dầu thô gia quyền của BSR (USD/thùng)	74,5	90,0	21%	17%	
GIÁ ĐẦU RA CỦA BSR (USD/thùng)					
Khí hóa lỏng (USD/tấn)	579	731	26%	16%	
Xăng A92 & E5	75,9	102	35%	18%	
Xăng A95	85,4	107	25%	18%	
Nhiên liệu phản lực A1	89,7	113	26%	16%	
Dầu diesel (DO)	87,9	113	29%	16%	
Dầu nhiên liệu (FO) (USD/tấn)	445	545	22%	21%	
Poly propylene (PP) (USD/tấn)	842	842	0%	0%	
CRACK SPREAD CỦA BSR (USD/thùng)					
Xăng A92 & E5	1,4	12,5	789%	25%	(a & b) Chúng tôi nâng giả định crack spread năm 2026 lên tương đương khoảng 100% mức trung bình của năm 2022 (so với khoảng 80% đối với xăng và khoảng 90% đối với diesel và nhiên liệu phản lực trước đây), phản ánh thị trường lọc dầu khả quan hơn dự kiến trong bối cảnh các gián đoạn tái diễn tại Eo biển Hormuz và nguồn cung sản phẩm thắt chặt hơn trên toàn khu vực châu Á. Trong nửa đầu năm 2026, crack spread xăng và diesel Platts Singapore trung bình đã tăng lần lượt 2,1 lần và 3,1 lần YoY.
Xăng A95	10,9	17,0	56%	25%	
Nhiên liệu phản lực A1	15,2	23,2	53%	11%	
Dầu diesel (DO)	13,4	23,2	74%	11%	

Nguồn: BSR, Vietcap ước tính

Hình 2: Dự báo năm 2026 (2)

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Giải thích (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo trước đây
Doanh thu	141.579	188.986	33%	19%	(a & b) Được thúc đẩy bởi mức crack spread cao hơn và giá dầu Brent cao hơn. (b) Doanh thu nửa đầu năm 2026 đạt 104 nghìn tỷ đồng (+52% YoY; tương đương 66% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
Khí hóa lỏng	7.648	8.742	14%	19%	
Xăng A92 & E5	9.174	11.570	26%	21%	
Xăng A95	46.704	60.623	30%	21%	
Kerosene/JET A1	10.684	15.336	44%	19%	
Dầu diesel (DO)	60.819	85.763	41%	19%	
Dầu nhiên liệu (FO)	1.681	2.372	41%	24%	
Poly propylene (PP)	4.111	3.848	-6%	3%	
Khác	758	732	-3%	0%	
Giá vốn hàng bán	-135.530	-165.876	22%	18%	
Lợi nhuận gộp	6.049	23.110	282%	25%	Lợi nhuận gộp nửa đầu năm 2026 đạt 18,1 nghìn tỷ đồng (+13,0 lần YoY; tương đương 98% dự báo năm 2026 của chúng tôi).
Chi phí bán hàng và marketing	-823	-1.134	38%	19%	(b) Tăng theo doanh thu.
Chi phí quản lý doanh nghiệp (GA)	-742	-945	27%	19%	(b) Tăng theo doanh thu.
Lợi nhuận từ HĐKD	4.484	21.031	369%	25%	
Thu nhập tài chính	1.913	1.837	-4%	0%	
Chi phí tài chính	-481	-415	-14%	0%	
LNTT	5.947	22.453	278%	23%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	5.186	20.195	289%	23%	(b) Nửa đầu năm 2026 đạt 15,7 nghìn tỷ đồng (+12,6 lần YoY; tương đương 96% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi). (a) LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo dự kiến tăng 3,9 lần YoY, chủ yếu nhờ crack spread cao hơn và sản lượng thương phẩm tăng 2% YoY.
Thay đổi điểm %					
Biên lợi nhuận gộp	4,9%	16,3%	+11,4		
Chi phí SG&A/Doanh thu	1,1%	1,1%	-0,0		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	3,2%	11,1%	+8,0		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	3,7%	10,7%	+7,0		

Nguồn: BSR, Vietcap

Triển vọng năm 2027: LNST sau lợi ích CĐTTS bình thường hóa từ mức đỉnh năm 2026 nhưng vẫn cao hơn 2,3 lần mức của năm 2025

Hình 3: Dự báo năm 2027 (1)

	Dự báo 2026	Dự báo 2027	YoY	Giải thích cho tăng trưởng YoY
SẢN LƯỢNG SẢN XUẤT ('000 TẤN)	8.101	7.213	-11%	Chúng tôi giả định sản lượng thương phẩm năm 2027 giảm 11% YoY, phản ánh đợt bảo dưỡng tổng thể lần thứ 6 theo kế hoạch (có thể diễn ra trong quý 3).
Sản lượng ('000 tấn)	8.101	7.213	-11%	
Khí hóa lỏng	446	397	-11%	
Xăng A92 & E5	486	433	-11%	
Xăng A95	2.503	2.229	-11%	
Phản lực A1	624	555	-11%	
Diesel (DO)	3.702	3.296	-11%	
Dầu nhiên liệu (FO)	162	144	-11%	
Poly propylene (PP)	170	151	-11%	
Khác	3,7	3,3	-11%	
GIÁ ĐẦU VÀO (USD/thùng)				
Dầu Brent (USD/thùng)	83,0	70,0	-16%	Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent sẽ giảm về mức 70 USD/thùng trong năm 2027, như đã đề cập trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng ngày 24/07/2026 của chúng tôi.
Giá dầu thô gia quyền của BSR (USD/thùng)	90,0	77,0	-14%	
Khí hóa lỏng (USD/tấn)	731	632	-14%	
Xăng A92 & E5	102	87	-15%	
Xăng A95	107	92	-14%	
Nhiên liệu phản lực A1	113	96	-15%	
Dầu diesel (DO)	113	92	-18%	
Dầu nhiên liệu (FO) (USD/tấn)	545	452	-17%	
Poly propylene (PP) (USD/tấn)	842	842	0%	
Xăng A92 & E5	12,5	9,8	-21%	Chúng tôi kỳ vọng crack spread sẽ bình thường hóa từ mức nền cao của năm 2026 khi các gián đoạn tại Eo biển Hormuz hạ nhiệt và khoảng cách cung - cầu sản phẩm lọc dầu thu hẹp về mức 2,4 triệu thùng/ngày (so với 3,9 triệu thùng/ngày trong năm 2026) nhờ nguồn cung phục hồi dần. Tuy nhiên, mức thâm hụt dự phóng vẫn cao hơn mức trung bình trước đại dịch khoảng 2,2 triệu thùng/ngày, cho thấy thị trường lọc dầu sẽ duy trì trạng thái thắt chặt hơn về mặt cấu trúc so với giai đoạn trước đại dịch. Điều này được hỗ trợ bởi sự phục hồi của nhu cầu và quá trình khôi phục cơ sở hạ tầng hạ nguồn bị hư hại tại Trung Đông, vốn có thể mất từ một đến ba năm để tái thiết (tính từ tháng 04/2026).
Xăng A95	17,0	14,8	-13%	
Nhiên liệu phản lực A1	23,2	19,1	-18%	
Dầu diesel (DO)	23,2	15,3	-34%	

Nguồn: BSR, Vietcap ước tính

Hình 4: Dự báo năm 2027 (2)

Tỷ đồng	Dự báo 2026	Dự báo 2027	YoY	Giải thích cho tăng trưởng YoY
Doanh thu	188.986	144.344	-24%	Doanh thu giảm khi crack spread và sản lượng bình thường hóa từ mức nền cao của năm 2026.
Khí hóa lỏng	8.742	6.866	-21%	
Xăng A92 & E5	11.570	8.900	-23%	
Xăng A95	60.623	47.217	-22%	
Kerosene/JET A1	15.336	11.828	-23%	
Dầu diesel (DO)	85.763	63.521	-26%	
Dầu nhiên liệu (FO)	2.372	1.784	-25%	
Poly propylene (PP)	3.848	3.495	-9%	
Khác	732	732	0%	
Giá vốn hàng bán	-165.876	-130.696	-21%	Được thúc đẩy bởi mức giảm 11% YoY của sản lượng bán hàng sau đợt bảo dưỡng tổng thể lần thứ 6 theo kế hoạch, cùng với việc crack spread bình thường hóa từ mức nền cao của năm 2026 (xăng: -17% YoY; diesel: -34% YoY).
Lợi nhuận gộp	23.110	13.648	-41%	
Chi phí bán hàng và marketing	-1.134	-866	-24%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp (GA)	-945	-722	-24%	
Lợi nhuận từ HĐKD	21.031	12.060	-43%	
Thu nhập tài chính	1.837	1.654	-10%	
Chi phí tài chính	-415	-317	-24%	
LNTT	22.453	13.397	-40%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	20.195	12.049	-40%	
				LNST năm 2025 đạt 5 nghìn tỷ đồng.
			Thay đổi điểm %	Bình thường hóa từ mức đặc biệt cao của năm 2026, nhưng vẫn cao hơn mức biên lợi nhuận gộp trung bình giai đoạn 2013-2019 là 6,5%, do thị trường lọc dầu dự kiến sẽ duy trì trạng thái thắt chặt hơn so với giai đoạn trước đại dịch.
Biên lợi nhuận gộp	18,8%	9,6%	-9,1	
Chi phí SG&A/Doanh thu	1,1%	1,1%	+0,0	
Biên lợi nhuận từ HĐKD	11,1%	8,4%	-2,8	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	10,7%	8,3%	-2,3	

Nguồn: BSR, Vietcap

Những thay đổi trong dự báo dài hạn

Chúng tôi điều chỉnh tăng 16% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo giai đoạn 2026–2030. Điều này chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) việc nâng giả định hiệu suất hoạt động lên mức 123% (+3 điểm %) sau KQKD nửa đầu năm 2026, và (2) việc nâng giả định crack spread trung bình lên thêm 9%, với các mức tăng lần lượt là 18%/25%/0%/0%/0% cho các năm 2026/27/28/29/30. Điều này còn được hỗ trợ thêm bởi giả định giá dầu Brent năm 2026 cao hơn ở mức 83 USD/thùng, phản ánh thị trường lọc dầu khả quan hơn dự kiến trong bối cảnh các gián đoạn nguồn cung tái diễn tại Eo biển Hormuz.

Giả định của chúng tôi cho crack spread xăng năm 2026 được đặt ở mức tương đương khoảng 100% mức trung bình của năm 2022 (so với khoảng 80% trước đây), trong khi giả định cho crack spread diesel và Jet A1 năm 2026 cũng được đặt ở mức tương đương khoảng 100% mức trung bình của năm 2022 (so với khoảng 90% trước đây). Chúng tôi lưu ý rằng trong 7T 2026, crack spread trung bình của xăng, diesel và Jet A1 đã đạt lần lượt 173%/170%/212% so với mức trung bình tương ứng của năm 2022. Các giả định này phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi rằng các gián đoạn tại Eo biển Hormuz sẽ bắt đầu hạ nhiệt từ tháng 10/2026 trở đi.

Hình 5: Dự báo giai đoạn 2026-2030 (USD/thùng)

Dự báo trước đây	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tổng hợp giai đoạn 2026-2030
Dầu Brent*	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	
Crack spread dầu diesel	20,9	12,3	10,1	10,1	10,1	
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	20,9	15,3	11,5	11,5	11,5	
Crack spread xăng RON92	10,0	7,8	4,8	4,8	4,8	
Crack spread xăng RON95	13,6	11,8	8,2	8,2	8,2	
LNST sau lợi ích CĐTTS (tỷ đồng)	16.355	8.709	7.593	9.697	10.477	52.831

Dự báo điều chỉnh	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tổng hợp giai đoạn 2026-2030
Dầu Brent	83,0	70,0	70,0	70,0	70,0	
Crack spread dầu diesel	23,2	15,3	10,1	10,1	10,1	
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	23,2	19,1	11,5	11,5	11,5	
Crack spread xăng RON92	12,5	9,8	4,8	4,8	4,8	
Crack spread xăng RON95	17,0	14,8	8,2	8,2	8,2	
LNST sau lợi ích CĐTTS (tỷ đồng)	20.195	12.049	8.172	9.970	10.776	61.161

% thay đổi giữa dự báo trước đây và dự báo điều chỉnh	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tổng hợp giai đoạn 2026-2030
Brent*	19%	0%	0%	0%	0%	
Crack spread dầu diesel	11%	25%	0%	0%	0%	
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	11%	25%	0%	0%	0%	
Crack spread xăng RON92	25%	25%	0%	0%	0%	
Crack spread xăng RON95	25%	25%	0%	0%	0%	
LNST sau lợi ích CĐTTS	23%	38%	8%	3%	3%	16%

Nguồn: Platts, BSR, Vietcap. Lưu ý: (*) Dự báo giá dầu Brent là giá trung bình từng thời kỳ; những dự báo này đã được công bố trong Báo cáo ngành Năng lượng, ngày 24/07/2026 của chúng tôi.

Định giá

Chúng tôi định giá mục tiêu cho BSR dựa trên tỷ trọng bằng nhau (50/50) giữa phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) và phương pháp P/E. Chúng tôi tiếp tục lấy phương pháp CKDT làm cơ sở chính cho mô hình định giá nhằm phản ánh giá trị dòng tiền dài hạn của BSR, bao gồm dự án nâng cấp và mở rộng. Chúng tôi hiện bổ sung thêm phương pháp P/E để phản ánh chính xác hơn mức độ biến động lợi nhuận vốn có của hoạt động lọc dầu của BSR, vốn được thúc đẩy bởi biến động của giá dầu và crack spread.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 8,3% giá mục tiêu lên mức 29.250 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ PHỦ HỢP THỊ TRƯỜNG lên MUA. Mức định giá CKDT cao hơn phản ánh (1) mức tăng 16% đối với dự báo LNST sau lợi ích CBTS báo cáo giai đoạn 2026–2030 của chúng tôi và (2) việc chúng tôi cập nhật thời gian định giá sang giữa năm 2027, qua đó lần át tác động từ (3) mức WACC cao hơn là 12,5% (so với 11,8%) sau khi chúng tôi nâng giả định lãi suất phi rủi ro thêm 1 điểm % lên mức 7%.

Hình 6: Định giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý	Đóng góp
Phương pháp CKDT	50%	29.200	14.600
Phương pháp P/E	50%	29.300	14.650
Giá mục tiêu			29.250

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Chiết khấu dòng tiền

BSR được phép áp dụng mức thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) 10% trong thời gian 30 năm, với 4 năm đầu được miễn thuế. Sau đó, BSR được giảm 50% thuế thu nhập trong 9 năm kể từ lúc bắt đầu ghi nhận thu nhập chịu thuế. Do đó, BSR đã được hưởng mức giảm thuế thu nhập 50% từ năm 2014 đến năm 2022. Từ năm 2023 đến năm 2039, BSR phải chịu mức thuế TNDN là 10%.

Trong dự báo dòng tiền 10 năm của chúng tôi (**Hình 8**), chúng tôi ước tính chi phí khấu hao hàng năm sẽ tăng trong giai đoạn 2029–2030 so với các năm trước, khi dự án nâng cấp và mở rộng trị giá 1,49 tỷ USD bắt đầu đi vào hoạt động. Bắt đầu từ năm 2031, chúng tôi dự kiến chi phí khấu hao sẽ giảm khi các tài sản cũ hoàn tất khấu hao.

Hình 7: Định giá mục tiêu theo phương pháp CKDT

Phương pháp	Đồng/cổ phiếu
Định giá CKDT với dự báo 10 năm	29.500
Trừ 50% tiền gửi tại Ocean Bank	-300
Giá mục tiêu	29.200

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 8: Định giá theo phương pháp CKDT (tỷ đồng)

Chi phí vốn	Cũ	Mới	Dự báo DTTD (10 năm)	
Hệ số Beta	1,0	1,0	GTHT của DTTD	55.146
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT của giá trị cuối (0.0% g)	59.295
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	7,0%	GTHT của DTTD và GT cuối	114.440
Chi phí vốn cổ phần %	14,0%	15,0%	+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	46.546
Chi phí lãi vay %	8,0%	8,0%	- Nợ	-13.397
Nợ %	32,0%	32,0%	- Lợi ích CBTS	-32
Vốn %	68,0%	68,0%	Giá trị vốn	147.557
Mức thuế DN %	10,0%	10,0%	Cổ phiếu (triệu)	5.007
WACC %	11,8%	12,5%	Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	29.500

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 9: Dòng tiền tự do của BSR

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
LN từ HĐKD	21.031	12.060	7.543	9.999	11.015	11.264	16.334	16.297	16.259	15.694
- Thuế	-2.245	-1.340	-909	-1.108	-1.198	-1.242	-1.795	-1.808	-1.832	-1.805
+ Khấu hao	2.298	2.272	2.218	3.823	3.823	1.697	1.609	1.609	1.609	1.609
- Vốn XDCB	-7.100	-14.895	-10.084	-97	-97	-86	-101	-101	-101	-90
- Vốn lưu động thay đổi	-7.001	5.350	-502	-1.969	19	2.173	-2.886	-1	-1	7.299
Dòng tiền tự do không có đòn bẩy tài chính	6.982	3.448	-1.732	10.647	13.563	13.805	13.160	15.996	15.934	22.707
Giá trị HT của DTTD	6.583	1.603	-1.290	7.049	7.982	7.221	6.119	6.611	5.853	7.414
GTHT lũy kế của DTTD	6.583	8.186	6.896	13.945	21.927	29.148	35.267	41.878	47.731	55.146

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Định giá theo hệ số

Chúng tôi bổ sung phương pháp định giá theo hệ số P/E nhằm phản ánh chính xác hơn mức biến động lợi nhuận vốn có của hoạt động lọc dầu tại BSR, với lợi nhuận biến động theo giá dầu và crack spread. Chúng tôi áp dụng hệ số P/E mục tiêu ở mức 9,1 lần (tương đương mức P/E trung vị bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực kể từ tháng 6/2018) cho mức EPS trung bình giai đoạn 2026-2027 dự phóng của BSR là 3.220 đồng, từ đó xác định giá trị hợp lý theo phương pháp P/E là 29.300 đồng/cổ phiếu.

Hình 10: Định giá mục tiêu theo phương pháp P/E

Định giá theo phương pháp P/E	
P/E mục tiêu dựa trên các doanh nghiệp cùng ngành	9,1x
EPS trung bình dự phóng 2026-2027 (đồng/cổ phiếu)	3.220
Giá trị hợp lý (theo phương pháp P/E)	29.300

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Các công ty cùng ngành Thái Lan và Ấn Độ

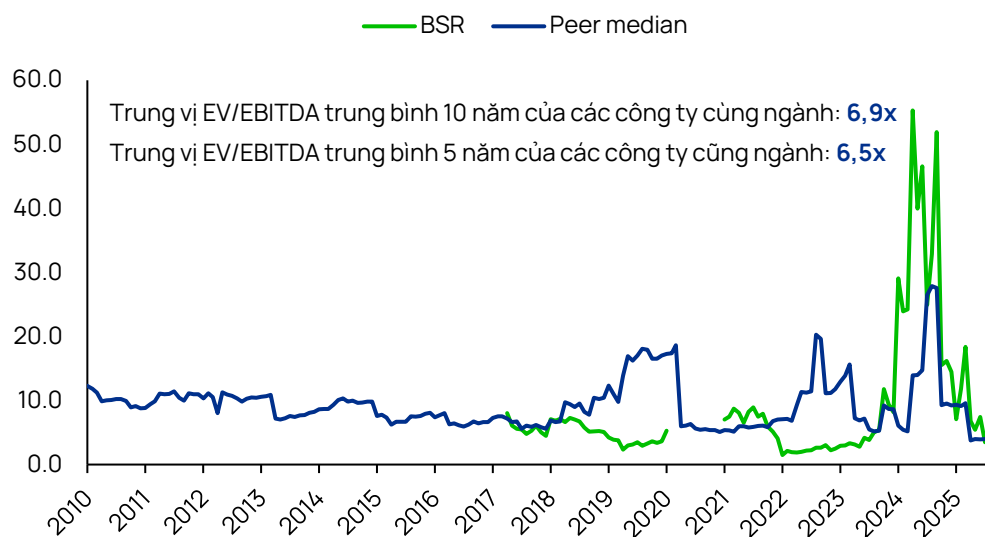
Hình 11: Các công ty cùng ngành Thái Lan và Ấn Độ

Tên công ty	Quốc gia	Công suất ('000 thùng/ngày)	VHTT (tỷ USD)	Doanh thu (tỷ USD)	YoY %	LNST trượt (triệu USD)	YoY %	Biên LN gộp %	Nợ vay ròng/CSH %	ROE %	Lợi suất cổ tức %	P/E trượt	P/B quý gần nhất	EV/EBITDA
IRPC Pcl	Thái Lan	215	1,4	8,8	-8	171	31	1,1	62,2	7,8	0,5	8,0	0,6	4,1
Star Petroleum Refining Pcl	Thái Lan	165	1,4	7,1	-13	286	15	2,3	12,1	21,4	4,3	5,0	1,0	2,7
Esso Thailand Pcl	Thái Lan	177	N/A	6,4	-14	-24	54	2,4	39,2	-3,2	N/A	N/A	N/A	5,4
PTT Global Chemical Pcl	Thái Lan	261	4,9	15,6	-14	-273	72	4,4	53,7	-3,2	1,4	N/A	0,6	13,8
Chennai Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	257	2,1	7,2	7	351	1.349	N/A	8,3	32,1	4,1	6,4	1,8	3,2
Hindustan Petroleum Corp	Ấn Độ	340	8,8	49,8	2	2044	168	N/A	80,4	30,9	4,9	4,7	1,3	3,8
Bharat Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	236	15,0	51,6	3	2927	94	N/A	34,2	28,5	3,0	5,5	1,4	3,8
Trung bình		236	5,6	20,9	-5	783	255	2,5	41,4	16,3	3,0	5,9	1,1	5,2
Trung Vị		236	3,5	8,8	-8	286	72	2,3	39,2	21,4	3,6	5,5	1,1	3,8
BSR	Việt Nam	140	4,9	6,8	30	749	726	4,3	-55,2	26,4	1,2	6,2	1,6	3,5

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap ước tính. Lưu ý: N/A: Không có số liệu; (dữ liệu của các công ty cùng ngành tính đến ngày 04/08/2026)

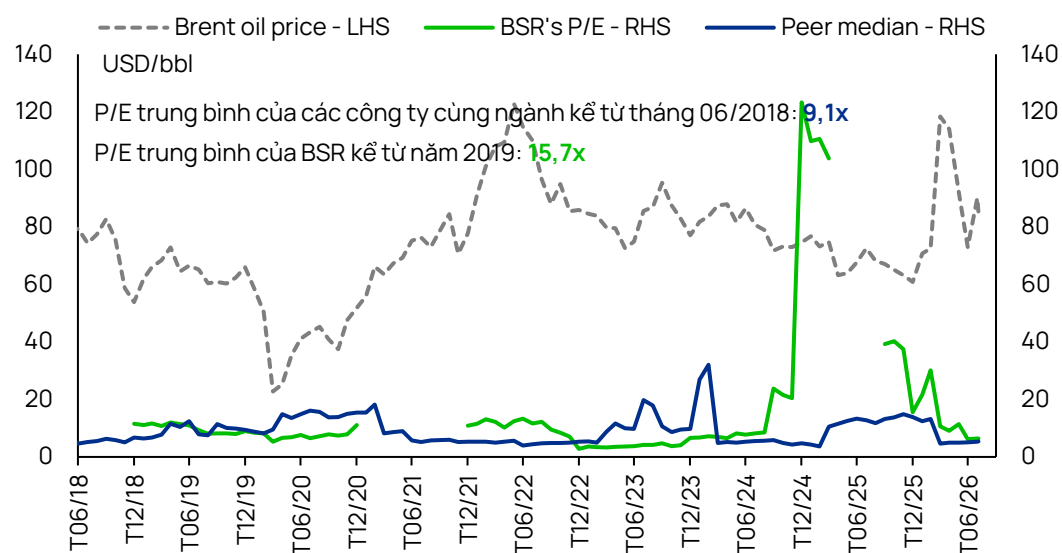
Chúng tôi tập trung vào định giá EV/EBITDA khi so sánh BSR với các công ty cùng ngành trong khu vực, do nhà máy của BSR còn tương đối mới (16 năm hoạt động). Ngoài ra, sự khác biệt trong chính sách khấu hao giữa các công ty và chu kỳ vốn đầu tư XDCB lớn của BSR trong 5 năm tới có thể làm sai lệch lợi nhuận và hệ số P/E của công ty. BSR chủ yếu sản xuất các sản phẩm truyền thống như xăng và dầu diesel, khác với các công ty cùng ngành trong khu vực có tham gia vào mảng hóa dầu với biên lợi nhuận cao hơn. BSR cũng đang hướng đến việc thâm nhập mảng hóa dầu thông qua dự án nâng cấp và mở rộng trong thời gian tới. Do đó, BSR sẽ giao dịch phù hợp hơn với định giá EV/EBITDA của các nhà máy lọc dầu Thái Lan và Ấn Độ trong dài hạn. Như đã thể hiện trong **(Hình 12)**, EV/EBITDA trung bình của trung vị các công ty cùng ngành Thái Lan và Ấn Độ là 6,9 lần trong giai đoạn 2016-2026.

Hình 12: EV/EBITDA của các công ty cùng ngành tại Thái Lan và Ấn Độ



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính từ ngày 31/12/2010, đến ngày 04/08/2026)

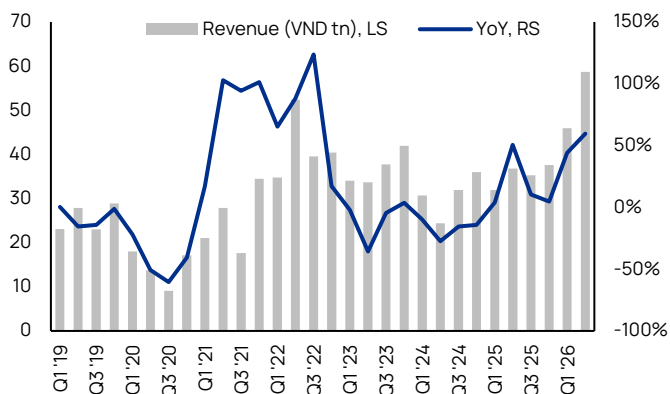
Hình 13: P/E so với các công ty cùng ngành của Thái Lan và Ấn Độ



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính từ ngày 30/06/2018, đến ngày 04/08/2026)

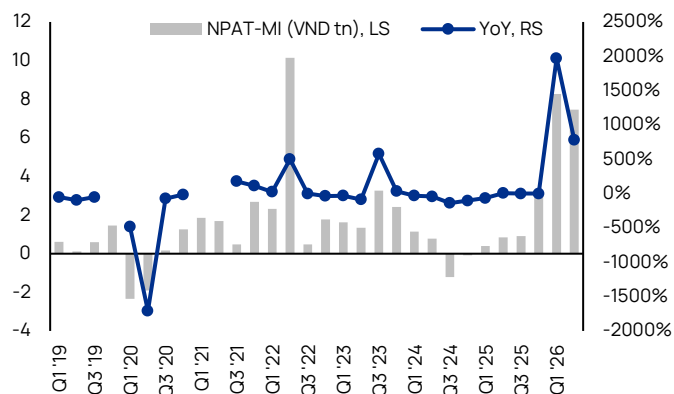
KQKD theo quý của BSR

Hình 14: Doanh thu theo quý, nghìn tỷ đồng



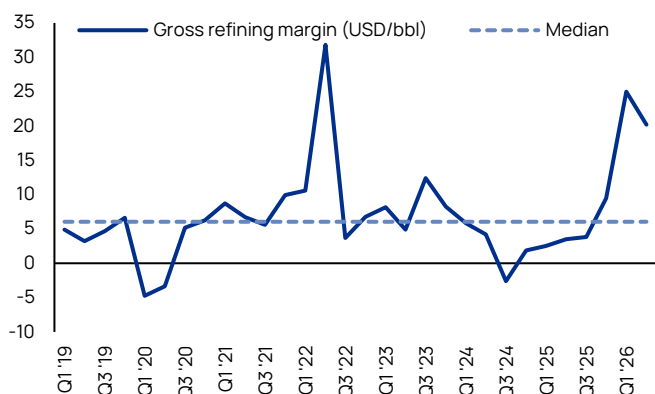
Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 15: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý, nghìn tỷ đồng *



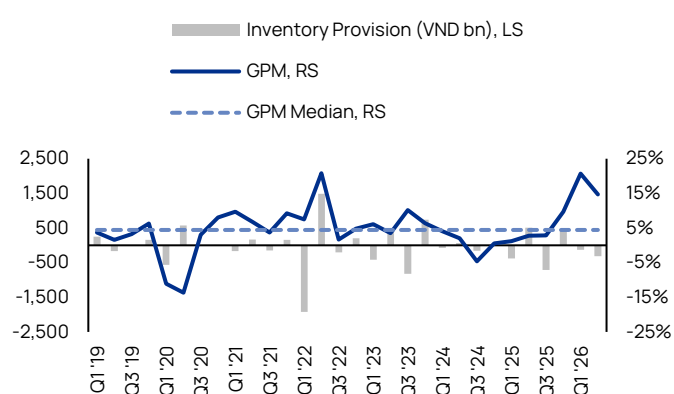
Nguồn: BSR, Vietcap (*N.M. khi so sánh với các khoản lỗ)

Hình 16: Biên lợi nhuận lọc hoá dầu của BSR



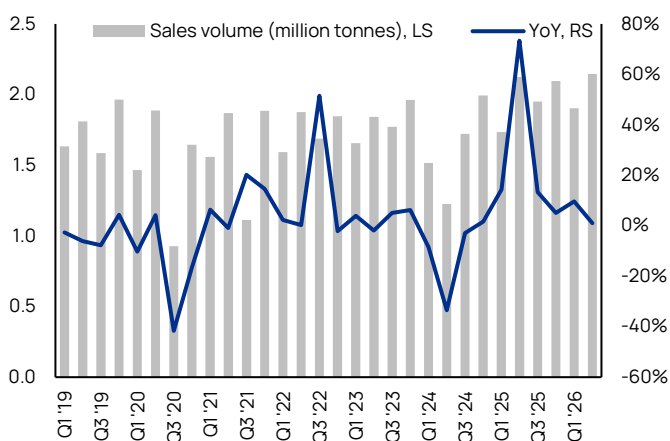
Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 17: Biên lợi nhuận gộp so với dự phòng hàng tồn kho (tỷ đồng)



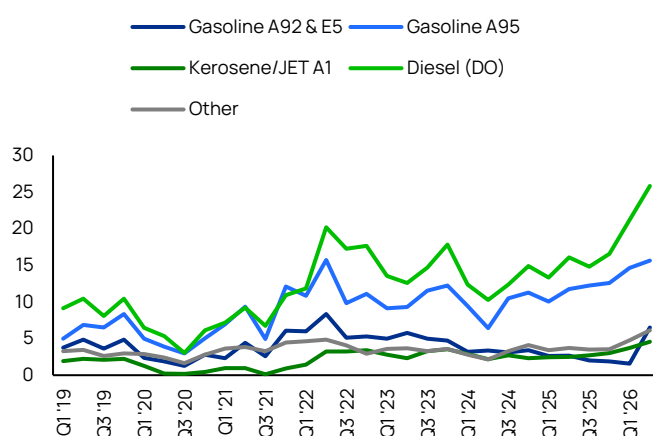
Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 18: Sản lượng thương phẩm của BSR



Nguồn: BSR, Vietcap

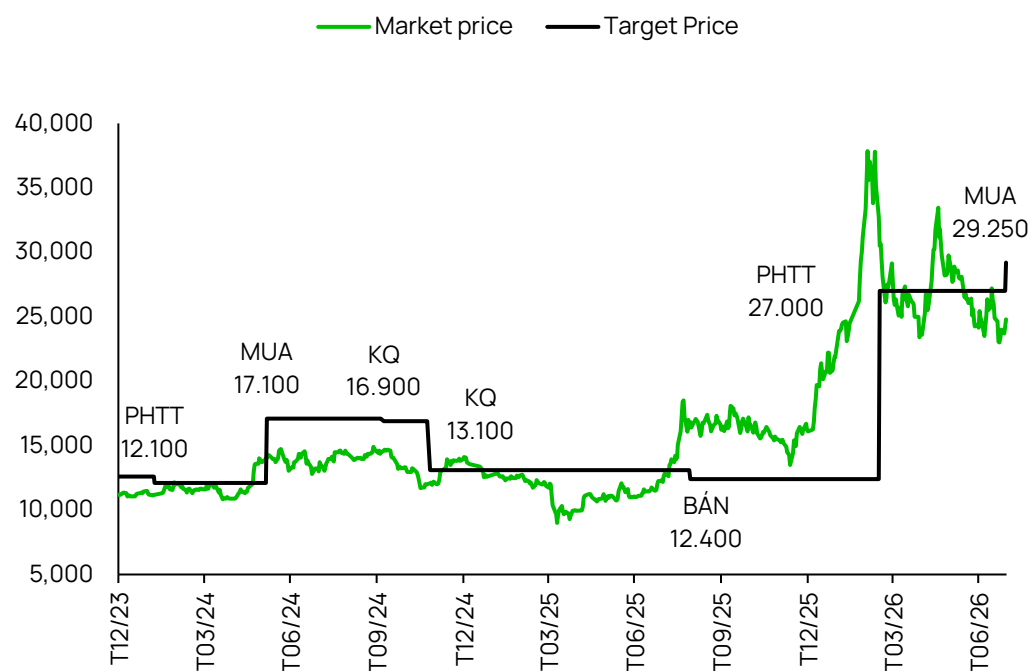
Hình 19: Giá bán trung bình theo sản phẩm của BSR so với giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: BSR, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

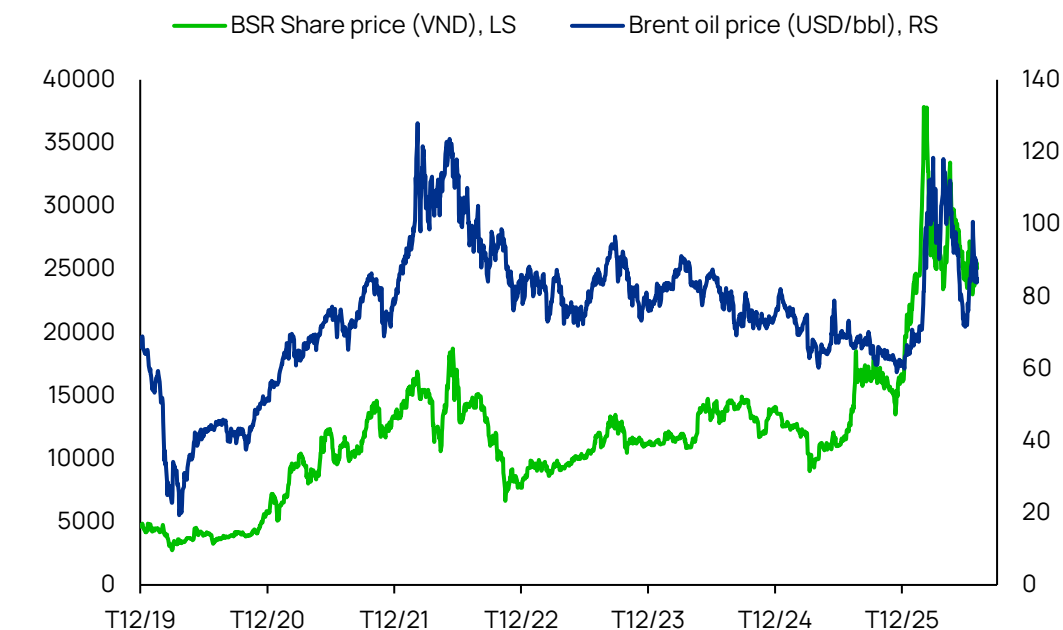
Hình 20: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Giá cổ phiếu của BSR có mối tương quan tích cực mạnh với giá dầu Brent

Hình 21: Giá cổ phiếu BSR so với giá dầu Brent



Nguồn: BSR, Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 17/03/2026)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	141.578	188.986	144.344	147.365
Giá vốn hàng bán	-135.530	-165.876	-130.696	-138.200
Lợi nhuận gộp	6.049	23.110	13.648	9.164
Chi phí bán hàng	-823	-1.134	-866	-884
Chi phí quản lý DN	-742	-945	-722	-737
LN từ HĐKD	4.484	21.031	12.060	7.543
Doanh thu tài chính	1.913	1.837	1.654	1.980
Chi phí tài chính	-481	-415	-317	-438
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>-274</i>	<i>-210</i>	<i>-317</i>	<i>-438</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận/chi phí khác	30	0	0	0
LNTT	5.947	22.453	13.397	9.085
Thuế TNDN	-758	-2.245	-1.340	-909
LNST trước CĐTS	5.189	20.208	12.057	8.177
Lợi ích CĐ thiểu số	-3	-13	-8	-5
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	5.186	20.195	12.049	8.172
LN ròng trừ CĐTS, điều	5.188	20.195	12.049	8.172
EBITDA	6.686	23.329	14.332	9.762
EPS báo cáo, VND	1.036	4.033	2.406	1.632
EPS điều chỉnh (1), VND	1.036	4.033	2.406	1.632
DPS báo cáo, VND	300	200	700	2.000
DPS/EPS báo cáo (%)	29%	5%	29%	123%
(1) EPS sau lỗ tỷ giá và thu nhập bất thường				

Tỷ lệ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	15,1%	33,5%	-23,6%	2,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	-720,8%	369,0%	-42,7%	-37,5%
Tăng trưởng LNTT	708,0%	277,6%	-40,3%	-32,2%
Tăng trưởng EPS	721,7%	289,4%	-40,3%	-32,2%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	4,3%	12,2%	9,5%	6,2%
Biên LN từ HĐ %	3,2%	11,1%	8,4%	5,1%
Biên EBITDA	4,7%	12,3%	9,9%	6,6%
Biên LN ròng trừ CĐTS	3,7%	10,7%	8,3%	5,5%
ROE	8,9%	28,9%	14,2%	8,8%
ROA	6,0%	20,6%	10,1%	6,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	38	32	43	37
Số ngày phải thu	33	31	42	36
Số ngày phải trả	35	27	35	31
TG luân chuyển tiền	37	36	49	42
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	3,0	3,0	3,6	4,0
CS thanh toán nhanh	2,4	2,4	3,1	3,5
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,6	1,1	1,5
Nợ/Tài sản	12,3%	14,3%	17,2%	23,6%
Nợ/Vốn sử dụng	14,8%	16,7%	19,5%	26,2%
Nợ/Vốn CSH	-55,0%	-50,7%	-48,7%	-42,4%
Khả năng thanh toán lãi vay	16,4x	100,1x	38,1x	17,2x

BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	7.626	19.868	29.684	37.746
Đầu tư TC ngắn hạn	36.136	36.136	36.136	36.136
Các khoản phải thu	13.504	18.865	14.237	14.535
Hàng tồn kho	12.635	16.104	14.551	13.397
TS ngắn hạn khác	273	273	273	273
Tổng TS ngắn hạn	70.173	91.246	94.881	102.086
TS dài hạn (gộp)	47.521	47.604	47.716	47.801
- Khấu hao lũy kế	-36.229	-38.527	-40.800	-43.018
TS dài hạn (ròng)	11.292	9.077	6.916	4.783
Đầu tư TC dài hạn	10	10	10	10
TS dài hạn khác	3.593	10.610	25.394	35.392
Tổng TS dài hạn	14.895	19.697	32.319	40.184
Tổng Tài sản	85.068	110.943	127.200	142.270
Phải trả ngắn hạn	11.291	13.120	12.290	10.931
Nợ ngắn hạn	10.504	15.844	12.082	12.822
Nợ ngắn hạn khác	1.931	1.931	1.931	1.931
Tổng nợ ngắn hạn	23.726	30.895	26.303	25.684
Nợ dài hạn	0	0	9.794	20.812
Nợ dài hạn khác	856	856	856	856
Tổng nợ	24.583	31.752	36.953	47.352
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	50.073	50.073	50.073	50.073
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	7.387	26.079	37.127	41.794
Vốn khác	2.994	2.994	2.994	2.994
Lợi ích CĐTS	32	45	53	58
Vốn chủ sở hữu	60.485	79.191	90.247	94.918
Tổng cộng nguồn vốn	85.068	110.943	127.200	142.270
SLCP lưu hành cuối năm (tr)	5.007	5.007	5.007	5.007

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	28.995	7.626	19.868	29.684
Thu nhập ròng	5.186	20.195	12.049	8.172
Khấu hao	2.181	2.298	2.272	2.218
Thay đổi vốn lưu động	-941	-7.001	5.350	-502
Điều chỉnh khác	-1.169	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	5.256	15.492	19.672	9.888
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-855	-7.100	-14.895	-10.084
Đầu tư, ròng	-20.795	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-21.650	-7.100	-14.895	-10.084
Cổ tức đã trả	-12	-1.502	-1.001	-3.505
Tặng (giảm) vốn	19.068	0	0	0
Tặng (giảm) nợ ngắn hạn	-5.352	5.340	-3.761	739
Tặng (giảm) nợ dài hạn	0	0	9.794	11.018
Tiền từ các hoạt động TC	-19.068	13	8	5
Tiền từ hoạt động TC	-5.365	3.850	5.039	8.257
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-21.759	12.242	9.816	8.062
Tiền cuối năm	7.626	19.868	29.684	37.746

Nguồn: BSR, Dự báo của Vietcap

Phụ lục

Phụ lục 1: Mức thâm hụt sản phẩm lọc dầu dự kiến sẽ tiếp tục nới rộng, qua đó hỗ trợ crack spread duy trì ở mức cao

Thị trường lọc dầu đã duy trì trạng thái thắt chặt kể từ giữa năm 2021, khi nhu cầu đối với các sản phẩm lọc dầu phục hồi nhanh hơn nguồn cung sau khi các biện pháp hạn chế do COVID-19 được nới lỏng. Nguồn cung tiếp tục bị thu hẹp hơn do (1) xung đột Nga-Ukraine trong năm 2022, làm gián đoạn dòng chảy dầu thô và sản phẩm dầu mỏ trong khu vực, và (2) Trung Quốc cắt giảm xuất khẩu các sản phẩm lọc dầu để đáp ứng nhu cầu trong nước. Ngoài ra, theo IEA, tình trạng thắt chặt sẵn có của thị trường dầu diesel, tăng trưởng nhu cầu duy trì ổn định, và việc EU tăng cường nhập khẩu diesel để thay thế nguồn cung từ Nga đã khiến khoảng cách cung - cầu toàn cầu tiếp tục được nới rộng hơn. Trong thời gian gần đây, xung đột tại Trung Đông và các gián đoạn đối với dòng vận tải qua Eo biển Hormuz tiếp tục làm nguồn cung toàn cầu bị thu hẹp, đặc biệt đối với các quốc gia tại châu Á.

Hình 22: Tóm tắt diễn biến crack spread trung bình của Platts Singapore

Nghìn USD/ngày	Q2 2026	QoQ	YoY	Q3 2026	QoQ	YoY	Quý 3/2026 s/v trung bình 2017-19	Quý 3/2026 s/v trung bình 2022	7T 2026	YoY
Gasoline A92	24,7	80%	1,5x	21,6	-13%	1,1x	3,7x	2,0x	19,5	2,2x
Gasoline A95	28,5	81%	1,5x	24,0	-16%	95%	2,5x	1,7x	22,3	2,1x
Jet A1	62,9	45%	3,3x	52,8	-16%	1,9x	4,3x	2,1x	52,7	3,4x
Diesel (DO)	57,1	41%	2,7x	53,5	-6%	1,7x	4,3x	1,8x	49,1	3,1x

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (*Trung bình cho đến nay; Dữ liệu tính đến ngày 24/07/2026)

Thị trường lọc dầu dự kiến thắt chặt hơn trong năm 2026: Chúng tôi cho rằng thị trường lọc dầu sẽ thắt chặt hơn trong năm 2026, khi khoảng cách cung - cầu sản phẩm lọc dầu toàn cầu nới rộng lên mức 3,9 triệu thùng/ngày (so với 2,5 triệu thùng/ngày trong năm 2025 và 2,7 triệu thùng/ngày như trong báo cáo tháng 03/2026 của chúng tôi). Mức thâm hụt lớn hơn này chủ yếu được thúc đẩy bởi các gián đoạn nguồn cung kéo dài do dòng vận chuyển sản phẩm qua Eo biển Hormuz bị hạn chế.

Dù IEA dự báo mức thâm hụt sẽ thu hẹp về 2,4 triệu thùng/ngày trong năm 2027 khi nguồn cung từ các nhà máy lọc dầu dần phục hồi, chúng tôi cho rằng thị trường nhiều khả năng vẫn sẽ duy trì trạng thái thắt chặt, do quá trình phục hồi cơ sở hạ tầng hạ nguồn (bao gồm các nhà máy lọc dầu) tại Trung Đông có thể mất đến 36 tháng.

Theo Rystad Energy, chi phí sửa chữa ước tính đã tăng lên mức 34-58 tỷ USD. Cơ sở hạ tầng hạ nguồn và chế biến chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng thiệt hại (tối đa 58 tỷ USD), với chi phí sửa chữa ước tính lên đến 24 tỷ USD, tương đương 42% tổng ước tính chi phí khôi phục của Rystad Energy. Do quá trình sửa chữa có thể kéo dài đến 36 tháng, công suất hạ nguồn có thể vẫn bị ảnh hưởng ngay cả sau khi sản lượng dầu thô phục hồi, qua đó khiến thị trường sản phẩm lọc dầu tiếp tục thắt chặt.

IEA nhấn mạnh rằng việc mất đi nguồn xuất khẩu từ Vịnh Ba Tư (Persian Gulf) chủ yếu sẽ tạo ra cú sốc nguồn cung tại châu Á, do các dòng hàng này chiếm khoảng 35% nguồn cung dầu thô và sản phẩm dầu mỏ của khu vực.

Hình 23: Cán cân cung cầu sản phẩm lọc dầu toàn cầu (triệu thùng/ngày)

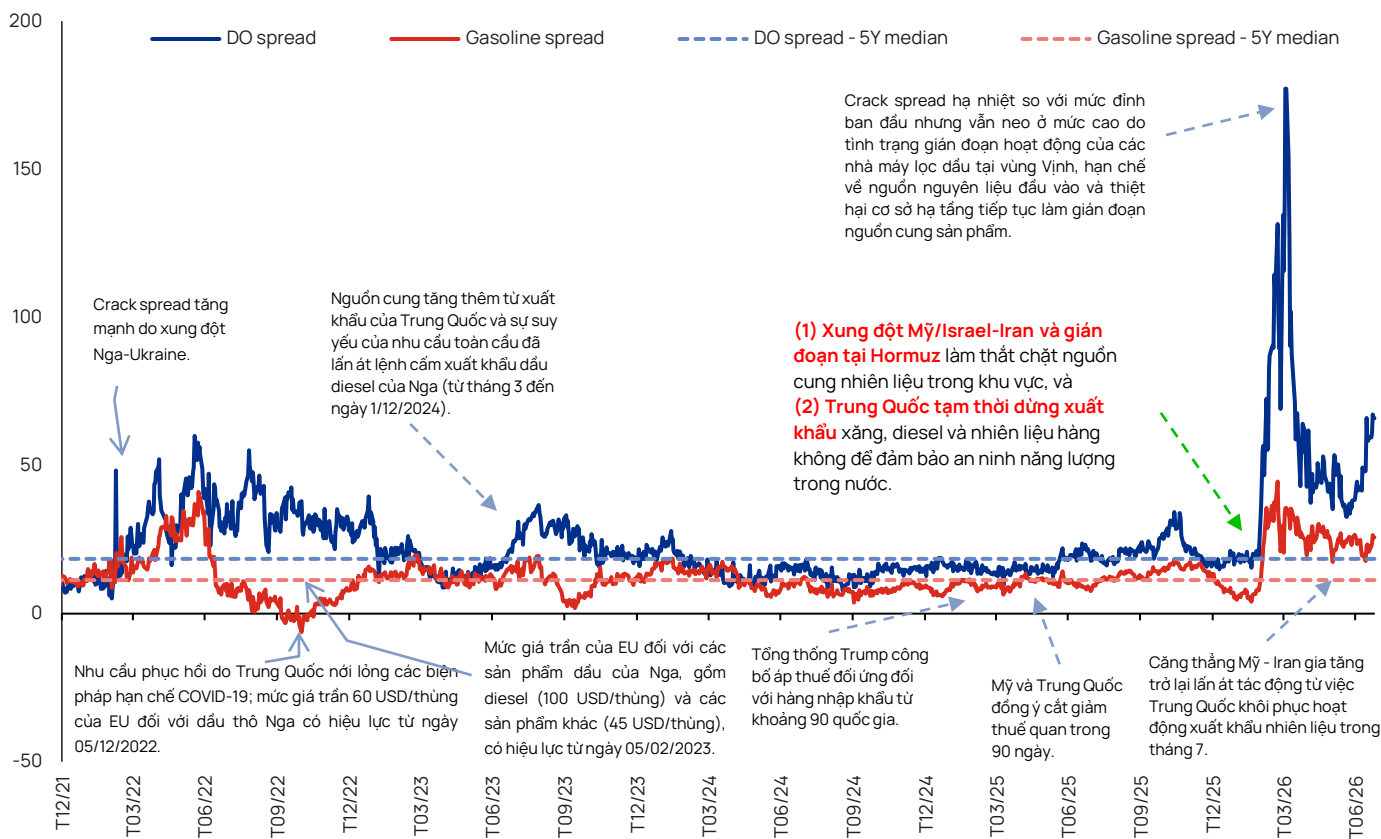
Triệu thùng/ngày	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Cán cân sản phẩm lọc dầu										
Nhu cầu sản phẩm lọc dầu	84,4	84,5	75,7	85,1	83,1	85,4	85,6	86,4	85,4	87,0
Nguồn cung sản phẩm lọc dầu*	82,5	82,0	74,8	77,8	79,9	82,3	82,9	83,9	81,5	84,6
Chênh lệch cung cầu tương ứng	-1,9	-2,5	-0,9	-7,3	-3,2	-3,1	-2,7	-2,5	-3,9	-2,4
Thay đổi YoY (triệu thùng/ngày)										
Nhu cầu sản phẩm lọc dầu	0,6	0,1	-8,8	9,3	-2,0	2,3	0,2	0,8	-1,0	1,7
Nguồn cung sản phẩm lọc dầu	1,7	-0,5	-7,2	3,0	2,1	2,4	0,6	1,0	-2,4	3,1

Nguồn: IEA, Vietcap ước tính (* thước đo theo sản lượng dầu thô toàn cầu) (dự báo của IEA tính đến tháng 07/2026)

Mức thâm hụt 3,9 triệu thùng/ngày trong năm 2026 tương đương khoảng 122% mức thiếu hụt 3,2 triệu thùng/ngày ghi nhận trong năm 2022, cho thấy crack spread có thể tăng mạnh trở lại. Khác với chu kỳ năm 2022, vốn chủ yếu được thúc đẩy bởi cú sốc nguồn cung từ Nga và ban đầu ảnh hưởng chủ yếu đến châu Âu, trạng thái thắt chặt trong năm 2026 chủ yếu xuất phát từ gián đoạn tại Eo biển Hormuz, và quan trọng hơn, các tác động này mang tính trực tiếp hơn và đã dẫn đến một cú sốc nguồn cung tập trung tại châu Á. Do đó, thị trường châu Á nhiều khả năng sẽ phải đối mặt với nguồn cung sản phẩm thắt chặt hơn so với các khu vực khác, qua đó cho thấy rằng crack spread tại châu Á có thể vượt trội so với các mức chuẩn toàn cầu trong những giai đoạn gián đoạn nghiêm trọng.

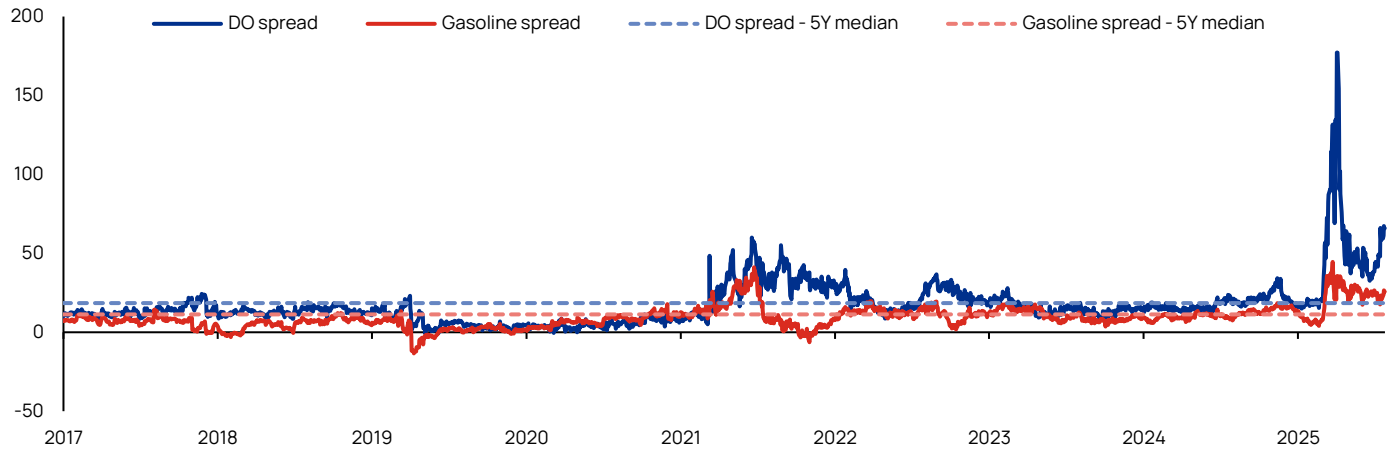
Trong thời gian tới, mức thâm hụt sản phẩm lọc dầu được dự báo sẽ thu hẹp về 2,4 triệu thùng/ngày trong năm 2027, nhưng vẫn cao hơn mức thâm hụt trung bình khoảng 2,2 triệu thùng/ngày trong giai đoạn trước đại dịch, qua đó cho thấy thị trường lọc dầu nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì trạng thái tương đối thắt chặt.

Hình 24: Tác động của các sự kiện lớn đối với chênh lệch giá xăng và dầu diesel của Platts Singapore (so với dầu Brent) (USD/thùng) (2022 – 24/07/2026)



Nguồn: BSR, Bloomberg, Vietcap

Hình 25: Crack spread dầu diesel và xăng của Platts Singapore (so với dầu Brent) (USD/thùng)



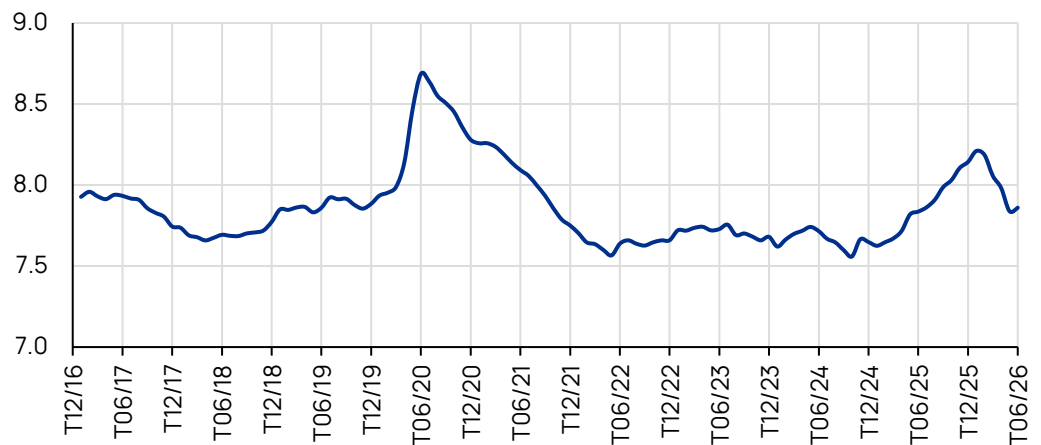
Nguồn: BSR, Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính từ ngày 31/12/2017, đến ngày 24/07/2026)

Hình 26: Cán cân cung cầu dầu thô toàn cầu (triệu thùng/ngày)

Triệu thùng/ngày	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Cán cân dầu thô toàn cầu										
Tổng nhu cầu toàn cầu*	99,3	100,3	91,8	97,4	99,8	102,0	103,3	104,4	103,4	105,4
Tổng nguồn cung toàn cầu	100,0	100,5	93,9	95,3	99,9	102,3	103,1	106,3	102,6	110,1
Chênh lệch cung cầu tương ứng	0,7	0,2	2,1	-2,1	0,1	0,3	-0,2	1,9	-0,8	4,7
Thay đổi YoY (triệu thùng/ngày)										
Tổng nhu cầu toàn cầu*	1,5	1,0	-8,5	5,6	2,4	2,2	1,3	1,1	-1,0	2,0
Tổng nguồn cung toàn cầu	2,7	0,5	-6,6	1,4	4,6	2,4	0,8	3,2	-3,7	7,5

Nguồn: IEA, Vietcap ước tính (*bao gồm dầu thô cho các nhà máy lọc dầu, nhà máy nhiên liệu sinh học & khác) (dự báo của IEA tính đến tháng 07/2026)

Hình 27: Tồn kho dầu toàn cầu (bao gồm dầu thô, sản phẩm lọc dầu và các loại khác, tỷ thùng)



Nguồn: IEA, Kayrros, Kpler, FEDCom/S&P Global Platts, Enterprise Singapore (Dữ liệu tính đến tháng 06/2026)

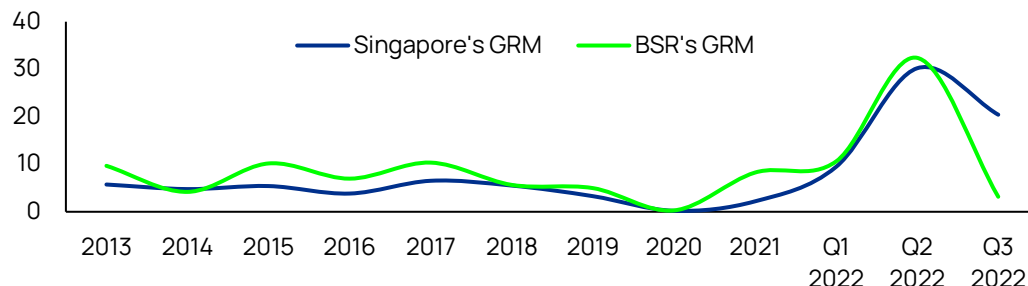
Phụ lục 2: Biên lọc dầu gộp của BSR

Lợi thế về thuế của BSR giúp tăng biên lọc dầu (GRM) gộp trong giai đoạn 2013-2022. GRM là chênh lệch giữa giá trị của các sản phẩm lọc dầu và chi phí nguyên liệu thô, chủ yếu là dầu thô. Trong giai đoạn 2013-2022, BSR có GRM trung bình đạt 7,4 USD/thùng, cao hơn GRM trung bình của Singapore là 5,8 USD/thùng (thước đo tiêu chuẩn cho các nhà máy lọc dầu châu Á). Chúng tôi nhận thấy mức thuế suất thấp hơn đối với các sản phẩm của BSR so với các sản phẩm nhập khẩu tại Việt Nam cho phép công ty đặt mức giá bán cao hơn, và điều này đã thúc đẩy GRM của công ty (**Hình 28**).

GRM của BSR đã đạt mức cao kỷ lục là 13,3 USD/thùng vào năm 2022, nhờ mức tăng vọt của crack spread trong khu vực, được thúc đẩy bởi cuộc xung đột Nga-Ukraine từ quý 2/2022. BSR đã được hưởng lợi từ cuộc xung đột này khi công ty có thể bán sản phẩm với giá cao hơn, trong khi đã đảm bảo được lượng hàng tồn kho với chi phí thấp từ trước (

Hình 29).

Hình 28: Biên lợi dầu của BSR và Singapore (USD/thùng) (2013-Quý 3/2022) *



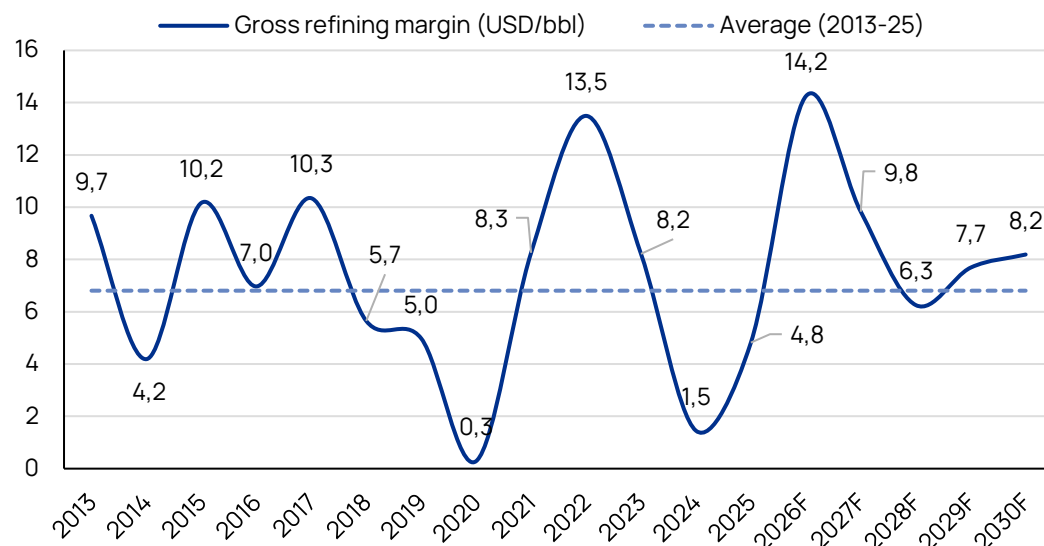
Nguồn: Bloomberg, BSR, Vietcap ước tính (* Dữ liệu GRM không còn khả dụng kể từ quý 4/2022)

Chúng tôi dự báo GRM của BSR sẽ tăng mạnh lên mức 14,2 USD/thùng trong năm 2026, nhờ được thúc đẩy bởi mức crack spread cao hơn trong bối cảnh gián đoạn nguồn cung tại Eo biển Hormuz. Chúng tôi kỳ vọng GRM sẽ giảm dần về mức 6–8 USD/thùng trong giai đoạn 2027–2030 khi biên lợi nhuận lọc dầu dần bình thường hóa từ mức nền cao hiện tại.

Trong dài hạn, chúng tôi dự báo GRM sẽ duy trì cao hơn mức trung bình lịch sử ghi nhận trong giai đoạn 2029–2030, nhờ được hỗ trợ bởi dự án nâng cấp mở rộng của BSR, qua đó nâng cao chất lượng sản phẩm (tiêu chuẩn EURO 5), cải thiện tính linh hoạt của rổ dầu thô đầu vào, và tối ưu hóa hiệu suất thu hồi sản phẩm. Điều này còn được hỗ trợ thêm bởi sự dịch chuyển sang cơ cấu sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn (tăng tỷ trọng diesel, nhiên liệu bay và xăng RON95) và việc áp dụng xăng phối trộn nhiên liệu sinh học (yếu tố giúp gia tăng thêm biên lợi nhuận) (

Hình 29).

Hình 29: Biên lợi nhuận của BSR (USD/thùng) trong giai đoạn 2013-2030



Nguồn: BSR, Vietcap

Lộ trình chuyển đổi của Việt Nam sang xăng phối trộn nhiên liệu sinh học (tức E10 RON95) sẽ hỗ trợ GRM dài hạn của BSR).

- Bộ Công Thương đã ban hành Thông tư 50/2025/TT-BCT, quy định lộ trình triển khai xăng E10 trên toàn quốc từ ngày 01/06/26, trong khi E5 RON92 sẽ tiếp tục được sử dụng đến năm 2030. Điều này đồng nghĩa với việc các sản phẩm xăng truyền thống, bao gồm RON92 và RON95, sẽ dần được thay thế bằng các sản phẩm xăng phối trộn ethanol. Thông tư cũng cho phép các nhà máy lọc dầu trong nước, bao gồm Công ty Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) và Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn (NSRP), được phối trộn và thương mại hóa xăng sinh học.
- Theo Bộ Công Thương, tính đến đầu tháng 03/26, Việt Nam có 12 doanh nghiệp phân phối xăng dầu (không bao gồm BSR và NSRP) sở hữu cơ sở phối trộn ethanol, với tổng công suất 965.000 m³/tháng. Trong đó, PLX chiếm 508.000 m³/tháng (53% tổng công suất toàn quốc) và OIL chiếm 125.000 m³/tháng (13%), trong khi OIL đang đặt mục tiêu mở rộng lên mức 275.000 m³/tháng.
- Theo BSR, công suất phối trộn E10 tối đa của công ty là 300.000 m³/tháng (thấp hơn PLX nhưng cao hơn OIL). Tuy nhiên, các chuyên gia trong ngành cho biết BSR hiện có sự hiện diện còn tương đối hạn chế ở mảng bán lẻ, với xăng E10 hiện chủ yếu được phân phối trong phạm vi tỉnh Quảng Ngãi, trong khi PLX và OIL lần lượt vận hành 7 và 12 mạng lưới phối trộn trên toàn quốc. Do đó, BSR nhiều khả năng sẽ tiếp tục tập trung vào kênh bán buôn, cung cấp xăng phối trộn cho các nhà phân phối không có năng lực phối trộn nội bộ.
- Chúng tôi cho rằng chính sách này tạo ra cơ hội để BSR vượt ra ngoài hoạt động lọc dầu truyền thống và nắm bắt giá trị gia tăng bổ sung trong chuỗi hạ nguồn. Cụ thể, hoạt động phối trộn có thể giúp BSR giảm mức độ phụ thuộc vào xăng truyền thống, vốn nhạy cảm hơn với biến động giá và rủi ro hàng tồn kho.

Phụ lục 3: Dự án nâng cấp và mở rộng

Vào tháng 01/2025, BSR đã chia sẻ bản kế hoạch phát triển cuối cùng cho dự án nâng cấp và mở rộng với các chi tiết cụ thể như sau:

- Vốn đầu tư XDCB:** 1,5 tỷ USD, được tài trợ theo tỷ lệ vốn chủ sở hữu:nợ vay là 60:40, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.
- Công suất:** Tăng công suất thêm 15,5% từ 148.000 thùng/ngày lên 171.000 thùng/ngày.
- Chất lượng sản phẩm:** Hướng tới đáp ứng tiêu chuẩn EURO V và đa dạng hóa nguồn nguyên liệu đầu vào.

Tính đến ngày 03/05/2025, BSR đã nhận được bộ hồ sơ Thiết kế kỹ thuật tổng thể điều chỉnh (FEED) cho dự án nâng cấp mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất từ nhà thầu Foster Wheeler (Thailand), một đơn vị thuộc Wood Group (Anh). Vào ngày 15/07/2025, BSR đã chính thức phê duyệt hồ sơ FEED điều chỉnh và các ước tính chi phí đầu tư xây dựng cập nhật. Vào ngày 01/01/2026, BSR đã ký hợp đồng với PETROCONS cho gói san lấp mặt bằng và chuẩn bị mặt bằng của dự án.

Ngày 09/07/2026, HĐQT của BSR đã phê duyệt liên danh China Chengda Engineering Co., Ltd. và Beijing Petrochemical Engineering Co., Ltd. là nhà thầu trúng thầu cho gói EPC của dự án, với giá trị trúng thầu 988,8 triệu USD. Việc phê duyệt này cho phép dự án chuyển sang giai đoạn triển khai EPC.

Trước đây, BSR kỳ vọng giai đoạn EPC sẽ kéo dài khoảng 37 tháng. Dựa trên việc trao gói EPC vào tháng 07/2026, chúng tôi ước tính dự án có thể hoàn thành vào khoảng cuối quý 3/2029, nhìn chung phù hợp với kỳ vọng.

Tại ĐHCĐ năm 2024, BSR đã điều chỉnh IRR dự phóng cho dự án nâng cấp mở rộng từ 10% lên 12,9%, dù đã chốt vốn đầu tư XDCB cuối cùng ở mức 1,49 tỷ USD. Chúng tôi cho rằng mức sinh lời mạnh mẽ hơn này đến từ sự tự tin cao hơn vào crack spread dài hạn, cũng như mức chi phí vận hành thấp hơn nhờ đa dạng hóa tốt hơn các loại dầu thô đầu vào. Dự án này có thể bắt đầu đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận của BSR từ năm 2029.

Hình 30: Công suất thiết kế theo sản phẩm mới của BSR so với kế hoạch trước đây

Sản phẩm	Đơn vị/ngày	Hiện tại	1,49 tỷ USD nâng cấp và mở rộng	1,26 tỷ USD nâng cấp và mở rộng	1,8 tỷ USD nâng cấp và mở rộng
Chế biến dầu thô	thùng/ngày	148.000	171.000	171.000	192.000
Khí hóa lỏng	tấn/ngày	1.018	1.049	1.049	1.006
Propylene	tấn/ngày	460	Không bao gồm	Không bao gồm	475
Poly propylene	tấn/ngày	462	685	685	479
Mogas (A92 vs A95)	thùng/ngày	65.900	79.700	79.700	76.100
Nhiên liệu phản lực A1/Kerosene	thùng/ngày	5.300	13.100	13.100	15.800
Dầu diesel	thùng/ngày	53.200	59.200	59.200	68.500
Dầu nhiên liệu	thùng/ngày	7.000	0	0	7.100
Nhựa đường	tấn/ngày	-	Không bao gồm	Không bao gồm	6.400
Lưu huỳnh	tấn/ngày	13	57	57	106

Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 31: Công suất thiết kế theo sản phẩm mới của BSR so với kế hoạch trước đây

	Mục tiêu	Nhận định
Nâng cấp	Sản phẩm xăng dầu đáp ứng tiêu chuẩn EURO 5	Theo kế hoạch của Chính phủ, Việt Nam có kế hoạch áp dụng tiêu chuẩn EURO 5 trong dài hạn.
	Đa dạng hóa nguồn dầu thô	Ổn định nguồn cung đầu vào là chìa khóa cho hoạt động sản xuất dài hạn của BSR.
Mở rộng	Thêm 15% công suất	Tăng trưởng sản lượng cho hầu hết các loại sản phẩm dầu.

Nguồn: BSR, Vietcap

Phụ lục 4: Tổ hợp lọc hóa dầu và kho dự trữ dầu thô quốc gia trị giá 19 tỷ USD khẳng định nhu cầu ngắn hạn của Việt Nam đối với các sản phẩm xăng dầu

Vào quý 3/2022, PVN đã đề xuất đầu tư 19 tỷ USD cho tổ hợp lọc hóa dầu, cùng với kho dự trữ quốc gia về dầu thô và các sản phẩm xăng dầu tại KCN Dầu khí Long Sơn, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu.

Trong nửa đầu năm 2023, Bộ Công Thương đã cho rằng đề xuất này là phù hợp, do nhu cầu trong nước mạnh và tính cấp thiết của việc đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia trong bối cảnh nguồn cung toàn cầu biến động.

Dự án này phù hợp với kế hoạch triển khai Quy hoạch Phát triển Năng lượng Quốc gia của Việt Nam (ban hành vào tháng 04/2024) với mục tiêu được xây dựng cho giai đoạn 2026-2030. PVN kỳ vọng sẽ nhận được phê duyệt đối với quyết định đầu tư của dự án và lựa chọn các nhà thầu thiết kế, mua sắm, và xây dựng (EPC) để đưa dự án vào vận hành vào năm 2027/2028.

Hình 32: Tổng công suất của khu phức hợp lọc hóa dầu và kho dự trữ dầu quốc gia trị giá 19 tỷ USD

Giai đoạn 1		Giai đoạn 2
Nhà máy lọc hóa dầu	Nhà máy này sẽ chế biến dầu thô và sản xuất nhiều loại sản phẩm xăng dầu khác nhau - Công suất chế biến: (1) 12-13 triệu tấn dầu thô/năm; (2) 0,66 triệu tấn khí ngưng tụ/năm. - Sản phẩm: (1) 7-9 triệu tấn sản phẩm xăng dầu/năm; 2-3 triệu tấn hóa dầu mỗi năm.	Trong giai đoạn 2, nhà máy sẽ điều chỉnh để tăng tỷ trọng sản xuất hóa dầu - Công suất chế biến: Giống như giai đoạn 1 - Sản phẩm: (1) 3-5 triệu tấn sản phẩm xăng dầu/năm; (2) 5,5-7,5 triệu tấn hóa dầu/năm.
Kho dự trữ quốc gia	Cơ sở này sẽ lưu trữ dầu thô và các sản phẩm xăng dầu để đảm bảo trữ lượng quốc gia. Công suất lưu trữ dầu thô: 1 triệu tấn/năm. Công suất lưu trữ sản phẩm xăng dầu: 500.000 m3	

Nguồn: Bộ Công Thương, Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Dương Tấn Phước, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thủy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn