TỔNG CÔNG TY LỌC HÓA DẦU VIỆT NAM (BSR)

BÁO CÁO CẬP NHẬT - 06/11/2026

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Ngọc Anh
anh.nn2@shs.com.vn

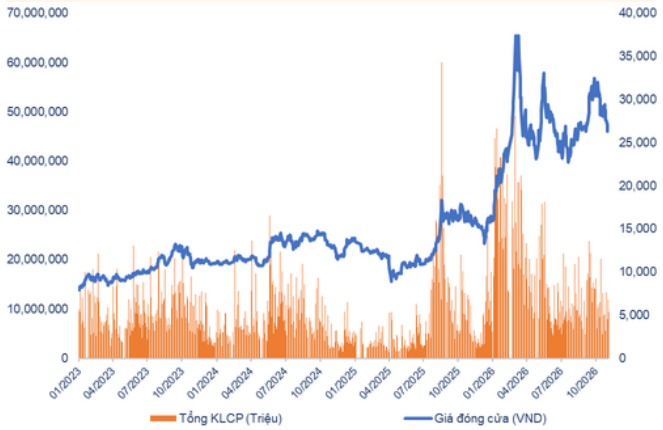
Khuyến nghị: KHẢ QUAN

Giá hiện tại (05/11/2026):	26.500
Giá mục tiêu:	**30.200**
% tăng/giảm giá:	**+ 14,8%**

Thông số cơ bản:

Vốn hóa (tỷ VND):	132.693
SLCP lưu hành (triệu CP):	5.007,3
KLCP đang niêm yết (triệu CP):	5.007,3
KLGD trung bình 10 phiên (CP):	7.528
Giá thấp 52w:	13.350
Giá cao 52W:	39.600
Sở hữu nhà nước:	92,13%
Sở hữu NĐT nước ngoài:	1,56%
Free-float:	8,00%

Diễn biến giá cổ phiếu



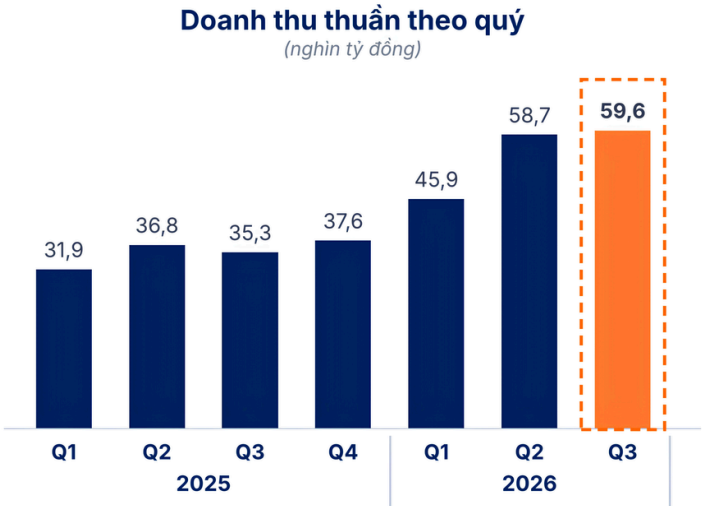
Nguồn: SHS Research, FiinProX

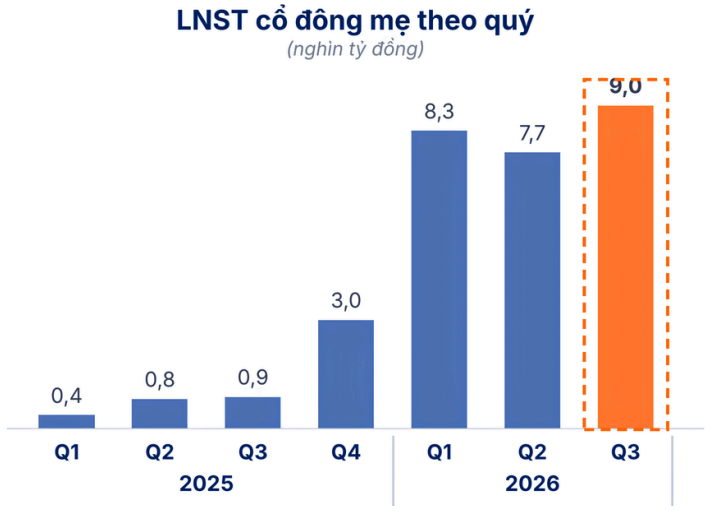
	2024	2025	2026F
Tổng tài sản	88.387	85.143	123.919
Vốn chủ	55.538	60.513	91.177
Doanh thu	123.027	141.582	227.120
Lãi sau thuế	591	5.217	32.823
ROE	1.12%	8.99%	43.28%
ROA	0.72%	6.01%	31.40%
EPS (VND)	204	1.547	6.554

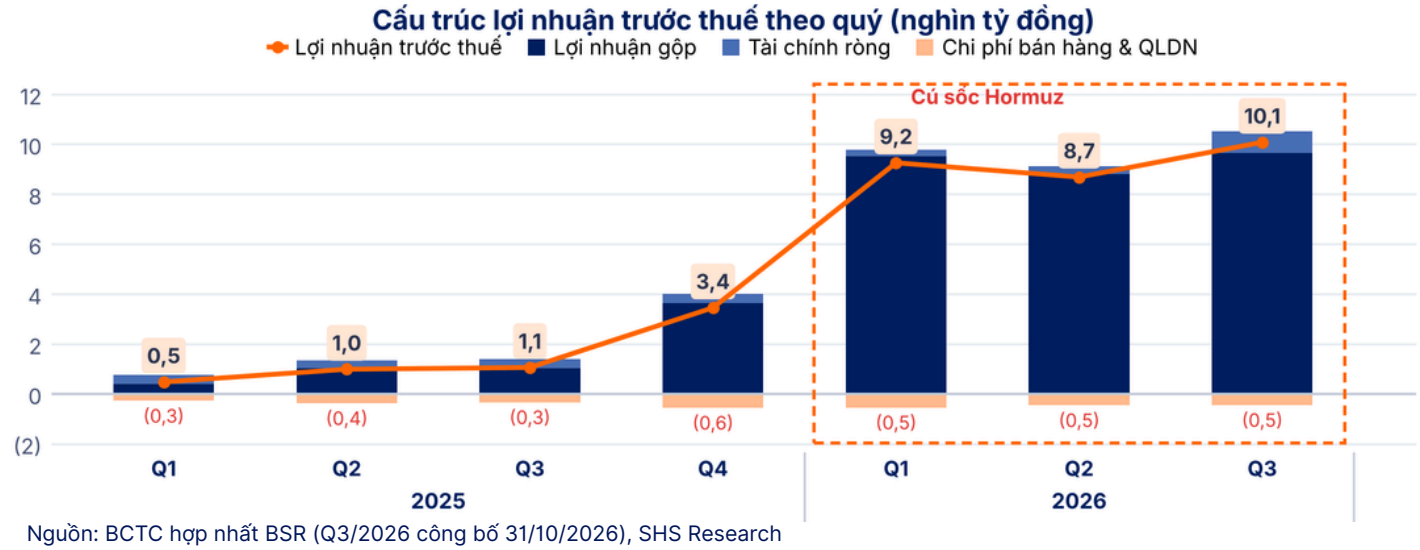
Q3/2026 VƯỢT KỲ VỌNG, LỢI NHUẬN 2026 LẬP ĐỈNH; THỊ GIÁ ĐIỀU CHỈNH MỞ RA CƠ HỘI TÍCH LŨY

- **Q3/2026 vượt kỳ vọng.** Doanh thu đạt 59.581 tỷ (+69% YoY), LNST cổ đông mẹ 8.968 tỷ (gấp 9,9 lần, +17% QoQ), cao hơn 30% so với số ước 6.900 tỷ BSR công bố ngày 16/10. Lũy kế 9T2026: doanh thu 164.217 tỷ (+58% YoY, vượt 6,5% kế hoạch năm), LNST cổ đông mẹ 24.899 tỷ, gấp 11,6 lần cùng kỳ và gấp 11,5 lần kế hoạch lợi nhuận cả năm.
- **Động lực là crack spread lập đỉnh do cú sốc Hormuz.** Crack spread Q3/2026 của diesel và Jet A1 đạt 62,9 và 60,7 USD/thùng (gấp 2,2 và 2,3 lần), đưa biên gộp Q3 lên 16,2% (Q2: 15,0%). Biên gộp 9T2026 của diesel đạt 25,3% và Jet A1 đạt 25,7%.
- **Q4/2026 duy trì nền cao**. Brent quay lại trên 110 USD/thùng trong tháng 10 khi rủi ro tại Hormuz leo thang. SHS dự phóng LNST cổ đông mẹ Q4 khoảng 7.920 tỷ, cả năm 2026 đạt 32.819 tỷ (gấp 6,3 lần 2025), EPS 6.554 VND.
- **2027 hạ nhiệt về mặt bằng mới.** Crack spread bình quân giảm còn ~23 USD/thùng (-27%) khi Hormuz bình thường hóa, cộng thêm đợt bảo dưỡng tổng thể 32 ngày. LNST cổ đông mẹ 2027F dự kiến 18.620 tỷ (-43% YoY), vẫn gấp 3,6 lần năm 2025.
- **Dài hạn: dự án NCMR và thoái vốn.** Hợp đồng EPC đã ký 9/7/2026, tổng mức đầu tư 36.397 tỷ, nâng công suất 148 lên 171 nghìn thùng/ngày, dự kiến vận hành cuối 2029. PVN thoái tối thiểu 2,13% trước 11/3/2027 giúp cải thiện free float.
- **Rủi ro**: (1) Crack spread hạ nhanh hơn kỳ vọng nếu xung đột Trung Đông hạ nhiệt sớm; giá dầu biến động mạnh gây lỗ tồn kho. (2) Chính sách bình ổn giá xăng dầu trong nước; chậm tiến độ và đội vốn dự án NCMR; rủi ro vận hành khi bảo dưỡng 2027.
- **Định giá:** ROE bình quân 2027F-2029F của BSR đạt 14,6%, cao hơn bình quân ngành 12,3% (PLX, OIL). SHS áp P/B mục tiêu 1,66x (P/B ngành 1,35x điều chỉnh theo ROE) cho BVPS 2026F 18.202 VND, tương ứng giá trị **30.200 VND/cp.**

I. KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2026 VÀ 9T2026







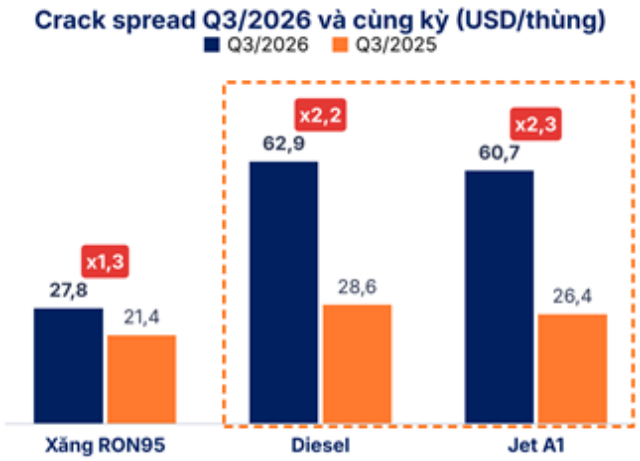
Nguồn: BCTC hợp nhất BSR (Q3/2026 công bố 31/10/2026), SHS Research

Lợi nhuận Q3/2026 cao nhất từ đầu năm, vượt 30% số ước của BSR

- Doanh thu Q3/2026 đạt 59.581 tỷ đồng (+69% YoY, +1% QoQ) nhờ giá bán sản phẩm neo cao (Brent bình quân quý ~96 USD/thùng, +41% YoY theo EIA). Giá vốn chỉ tăng 46% nên lợi nhuận gộp đạt 9.651 tỷ đồng, gấp 9,6 lần cùng kỳ và tăng 10% so với Q2. LNST cổ đông mẹ đạt 8.968 tỷ đồng (gấp 9,9 lần YoY, +17% QoQ), cao hơn 30% so với số ước 6.900 tỷ BSR công bố ngày 16/10/2026.
- Phần vượt số ước đến từ hai nguồn. Thứ nhất, biên gộp Q3 đạt 16,2%, cao hơn Q2 (15,0%) và gấp 5,7 lần Q3/2025, do giá dầu thô đầu vào giảm ~7 USD/thùng so với Q2 trong khi crack spread diesel, Jet A1 vẫn ở đỉnh. Thứ hai, doanh thu tài chính đạt 1.025 tỷ (+85% YoY), chủ yếu là lãi tiền gửi. Chi phí bán hàng và QLDN chỉ chiếm 0,8% doanh thu, thuế suất hiệu dụng 11,0%.
- Lũy kế 9T2026, doanh thu đạt 164.217 tỷ đồng (+58% YoY), hoàn thành 106,5% kế hoạch năm; LNST cổ đông mẹ đạt 24.899 tỷ đồng, gấp 11,6 lần cùng kỳ và gấp 11,5 lần kế hoạch cả năm (2.162 tỷ).



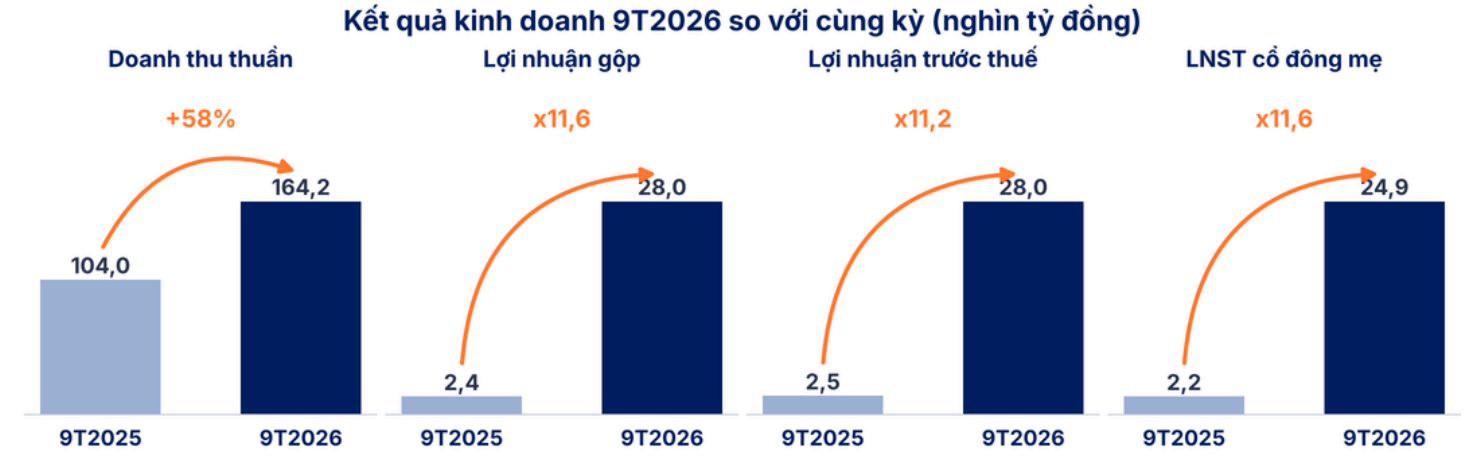
Nguồn: BCTC hợp nhất BSR



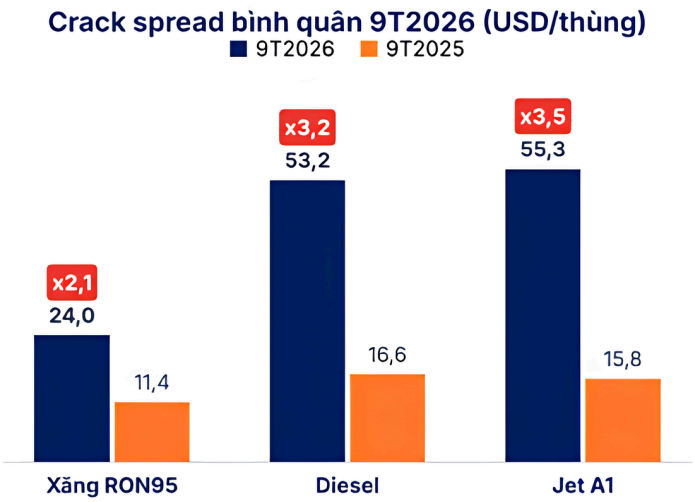
Nguồn: BSR (Platts Singapore), SHS Research

9T2026: lợi nhuận gấp 11,6 lần, diesel và Jet A1 dẫn dắt

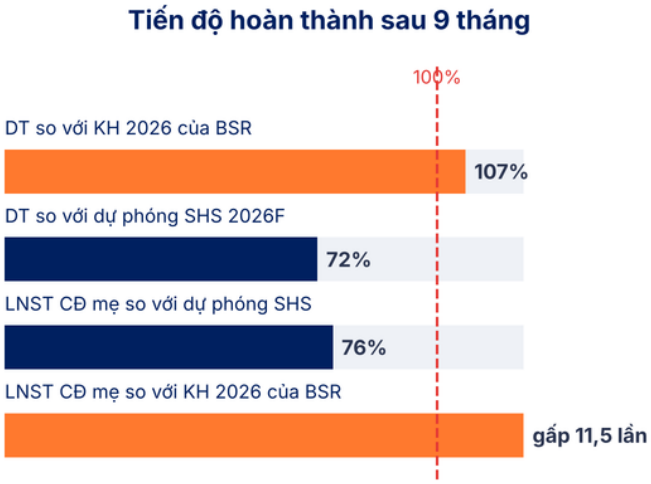
- Crack spread Q3/2026 của **diesel đạt 62,9 USD/thùng và Jet A1 đạt 60,7 USD/thùng**, gấp 2,2 và 2,3 lần cùng kỳ; xăng RON95 đạt 27,8 USD/thùng (gấp 1,3 lần). Thị trường sản phẩm chưng cất giữa thiếu hụt nghiêm trọng do dòng chảy qua Hormuz giảm mạnh và công suất lọc dầu tại Trung Đông, Nga bị gián đoạn.
- Bình quân 9T2026, crack spread **diesel đạt 53,2 USD/thùng (gấp 3,2 lần cùng kỳ), Jet A1 đạt 55,3 USD/thùng (gấp 3,5 lần)** và xăng RON95 đạt 24,0 USD/thùng (gấp 2,1 lần). Diesel chiếm gần một nửa doanh thu của BSR nên là sản phẩm quyết định lợi nhuận.



Nguồn: BCTC hợp nhất BSR Q3/2026



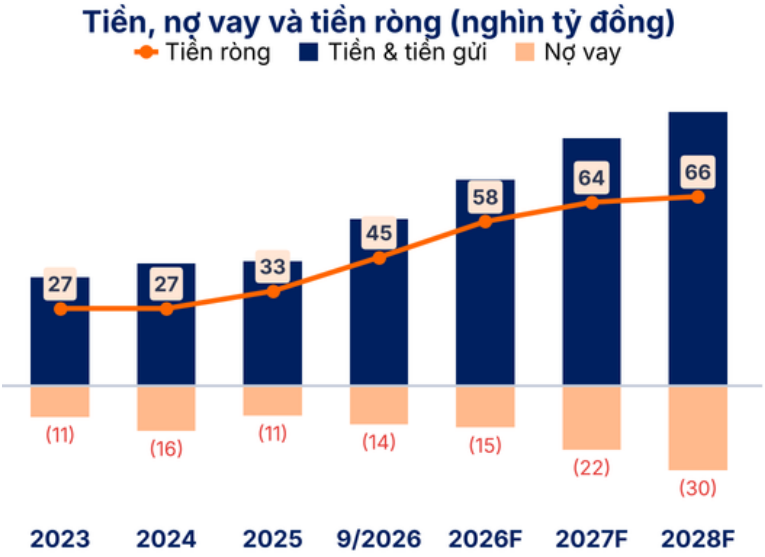
- Lũy kế 9T2026, lợi nhuận gộp đạt **27.955 tỷ đồng, gấp 11,6 lần cùng kỳ;** biên gộp tăng từ 2,3% lên 17,0%. Lợi nhuận trước thuế đạt 27.998 tỷ (gấp 11,2 lần) và LNST cổ đông mẹ 24.899 tỷ (gấp 11,6 lần).
- Doanh thu chỉ tăng 58% trong khi lợi nhuận tăng gần 12 lần, cho thấy toàn bộ mức tăng lợi nhuận đến từ **biên lọc dầu**, không phải từ sản lượng (sản lượng tiêu thụ 9T chỉ tăng 5%).
- **Lưu ý**: lợi nhuận BSR nhạy nhất với crack spread diesel và Jet A1. Tồn kho distillate toàn cầu và nhu cầu mùa đông là chỉ báo cần theo dõi trong Q4/2026 và 2027.



Nguồn: BSR, dự phóng SHS

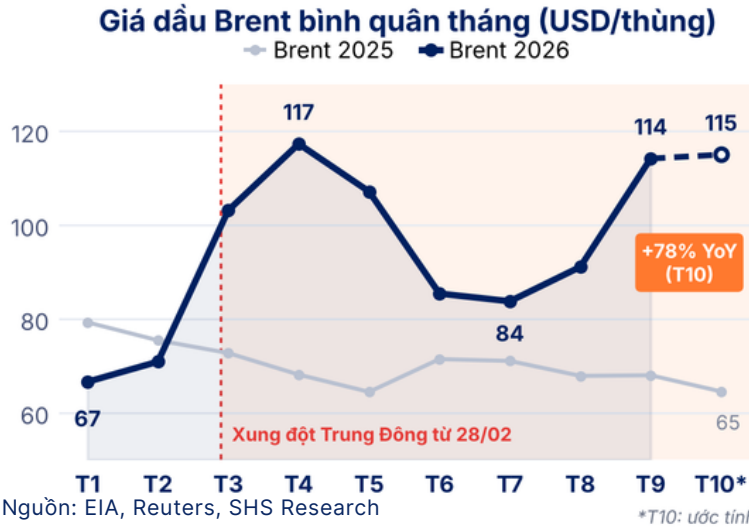
- Sau 9 tháng, BSR đã hoàn thành **106,5% kế hoạch doanh thu và LNST cổ đông mẹ gấp 11,5 lần kế hoạch lợi nhuận cả năm** (2.162 tỷ).
- So với dự phóng cập nhật của SHS, 9T2026 đã thực hiện **72% doanh thu và 76% LNST cổ đông mẹ cả năm.** Phần còn lại tương ứng LNST Q4 khoảng 7.920 tỷ, thấp hơn 5% so với mức bình quân 8.300 tỷ/quý của 3 quý đầu năm.

Bảng cân đối mạnh hơn: tiền và tiền gửi 58.651 tỷ, tiền ròng 45.126 tỷ



- Tại 30/09/2026, tiền và tiền gửi ngân hàng đạt 58.651 tỷ đồng (+33% so với đầu năm), chiếm 49% tổng tài sản; nợ vay 13.525 tỷ toàn bộ là vay ngắn hạn tài trợ vốn lưu động. Tiền ròng 45.126 tỷ, tương đương ~9.010 VND/cp.
- Dòng tiền kinh doanh 9T2026 đạt 14.483 tỷ dù phải thu khách hàng tăng 78% so với đầu năm. Doanh thu tài chính 9T đạt 2.138 tỷ, trong đó lãi tiền gửi 1.811 tỷ. Vốn chủ sở hữu đạt 83.525 tỷ sau khi chi cổ tức tiền mặt 1.504 tỷ.

II. BỐI CẢNH NGÀNH: CÚ SỐC HORMUZ ĐẨY CRACK SPREAD LÊN ĐỈNH LỊCH SỬ

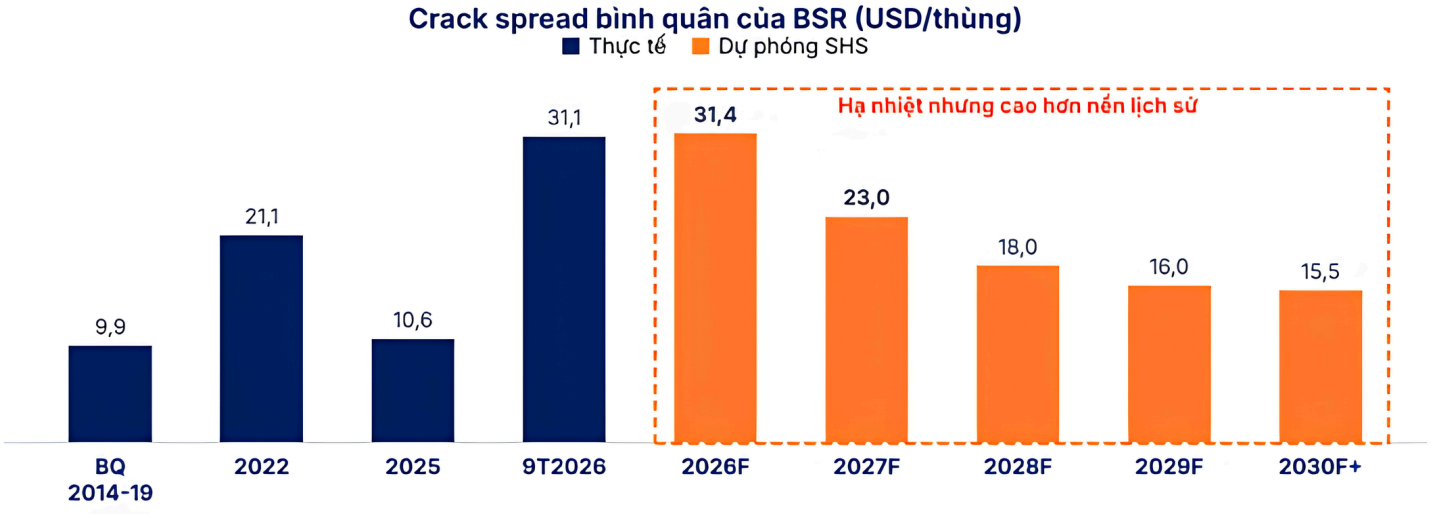


Nguồn: EIA, Reuters, SHS Research

- Xung đột Mỹ, Israel và Iran bùng phát từ **28/02/2026** khiến dòng dầu thô và sản phẩm qua eo biển Hormuz giảm tới ~80% ở thời điểm căng thẳng nhất, tương đương 8-10% nguồn cung dầu toàn cầu.
- Brent tăng từ 67 USD/thùng (tháng 1) lên đỉnh 117 USD (tháng 4), hạ về 84 USD (tháng 7) rồi tăng trở lại **114 USD trong tháng 9** và vượt **116 USD ngày 23/10** khi các vụ tấn công tàu chở dầu gia tăng.
- EIA dự báo Brent bình quân Q4/2026 ~105 USD và giảm về ~84 USD năm 2027 khi xuất khẩu vùng Vịnh phục hồi qua các tuyến hộ tống và đường ống thay thế.

Thiếu hụt sản phẩm tinh chế lớn hơn năm 2022

- Công suất lọc dầu toàn cầu 2026 ước giảm ~2,5 triệu thùng/ngày do các nhà máy tại Trung Đông và Nga bị ảnh hưởng, trong khi thâm hụt sản phẩm tinh chế ước tính ~3,9 triệu thùng/ngày, **bằng 122% mức thiếu hụt năm 2022.** Tồn kho distillate tại Mỹ thấp hơn 13-14% so với trung bình 5 năm.
- Khác với năm 2022, cú sốc lần này xảy ra khi BSR có bảng cân đối mạnh, nhà máy vừa hoàn tất bảo dưỡng TA5 và vận hành ở công suất cao (123-125%), qua đó hấp thụ trọn vẹn biên lọc dầu tăng vọt.

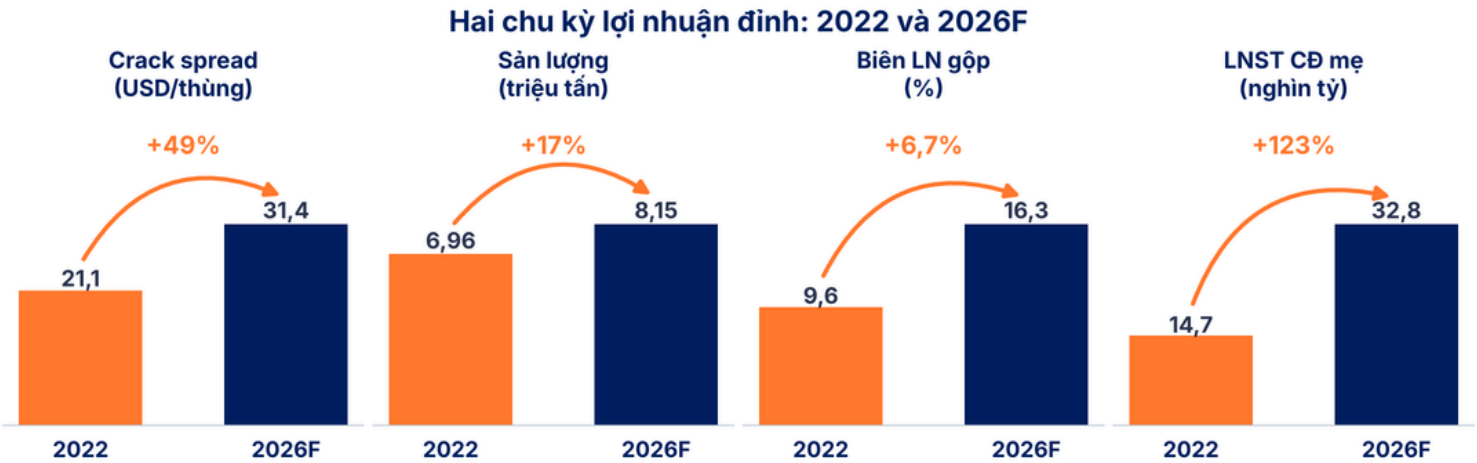


Nguồn: BSR, SHS Research. Crack spread bình quân theo cách tính của BSR (bình quân RON95, diesel, Jet A1)

Chu kỳ crack spread: đỉnh 2026, hạ nhiệt từ 2027 nhưng vẫn cao hơn lịch sử

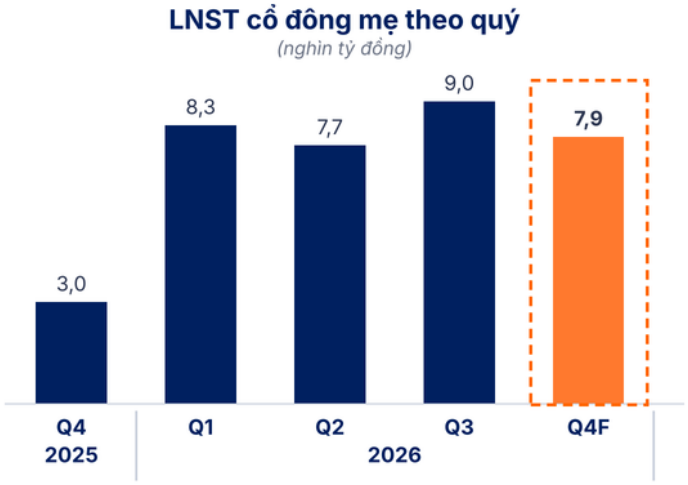
- BSR dự kiến crack spread bình quân 2026 đạt **~32 USD/thùng, cao hơn 52% so với năm 2022** (21,1 USD). Bình quân 9T2026 đạt 31,1 USD/thùng.
- Năm 2027, BSR dự báo crack spread trong khoảng 1**8-27 USD/thùng, bình quân ~23 USD (-28% YoY)** khi vận chuyển qua Hormuz bình thường hóa. Tuy nhiên mức này vẫn cao hơn 9% so với 2022 và gấp hơn 2 lần bình quân 2014-2019 (9,9 USD), do nguồn cung dầu thô còn căng sau đợt xả kho dự trữ chiến lược và công suất lọc dầu Trung Đông, Nga suy giảm.
- SHS sử dụng 23 USD/thùng cho 2027F, giảm dần về **18 USD (2028F), 16 USD (2029F) và 15,5 USD/thùng từ 2030F**. Mức dài hạn 15,5 USD nằm giữa mức 2025 (10,6) và 2022 (21,1), phản ánh xu hướng đóng cửa nhà máy lọc dầu cũ tại châu Âu, Mỹ và tình trạng thiếu đầu tư mới.

Chu kỳ 2026 mạnh hơn năm 2022 trên mọi chỉ tiêu



III. TRIỂN VỌNG Q4/2026 VÀ NĂM 2027

Q4/2026: lợi nhuận duy trì quanh 8.000 tỷ đồng/quý



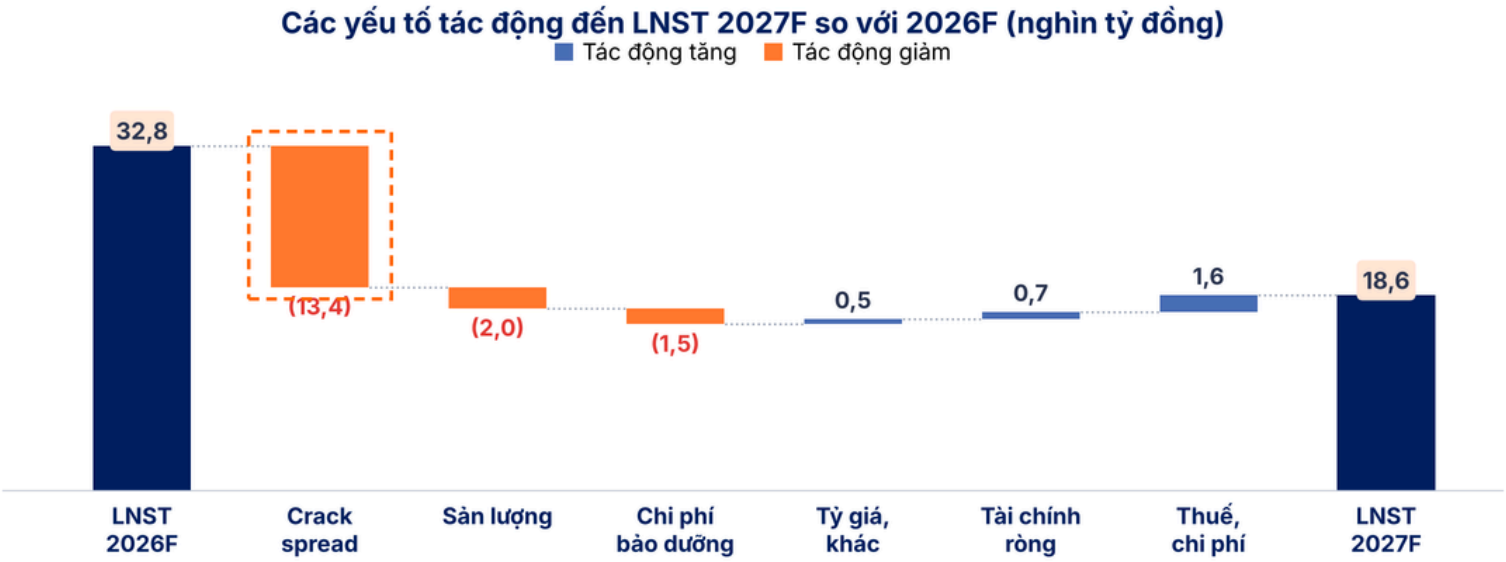
Nguồn: BCTC BSR, dự phóng SHS

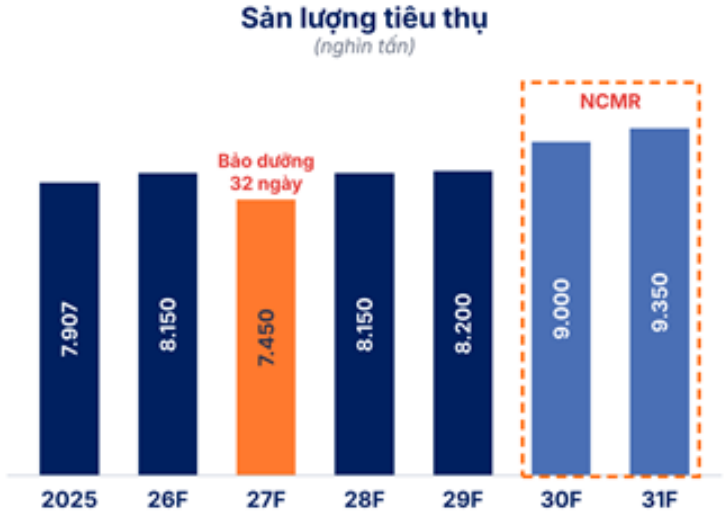
- Brent bình quân tháng 10 ước ~115 USD/thùng, crack spread diesel và Jet A1 vẫn neo cao khi tồn kho toàn cầu thấp và nhu cầu mùa đông bắt đầu. Nhà máy chạy ổn định, chưa có kế hoạch dừng máy trong quý
- SHS dự phóng Q4/2026: sản lượng tiêu thụ ~2,05 triệu tấn, doanh thu 62.903 tỷ (+67% YoY), lợi nhuận gộp 9.000 tỷ (biên 14,3%, thấp hơn 1,9 điểm % so với Q3), LNST cổ đông mẹ ~7.920 tỷ (gấp 2,6 lần, -12% QoQ). Mức biên thận trọng hơn Q3 phản ánh rủi ro lỗ tồn kho khi giá dầu biến động mạnh.

Năm 2026: doanh thu 227.120 tỷ, LNST cổ đông mẹ 32.819 tỷ

- Cả năm 2026, SHS dự phóng doanh thu **227.120 tỷ đồng (+60% YoY)**, lợi nhuận gộp 36.955 tỷ (biên 16,3%) và **LNST cổ đông mẹ 32.819 tỷ đồng (gấp 6,3 lần)**, gấp 2,2 lần đỉnh năm 2022 (14.726 tỷ). EPS đạt 6.554 VND, ROE ~43%.

Năm 2027: lợi nhuận giảm 43% về mặt bằng mới





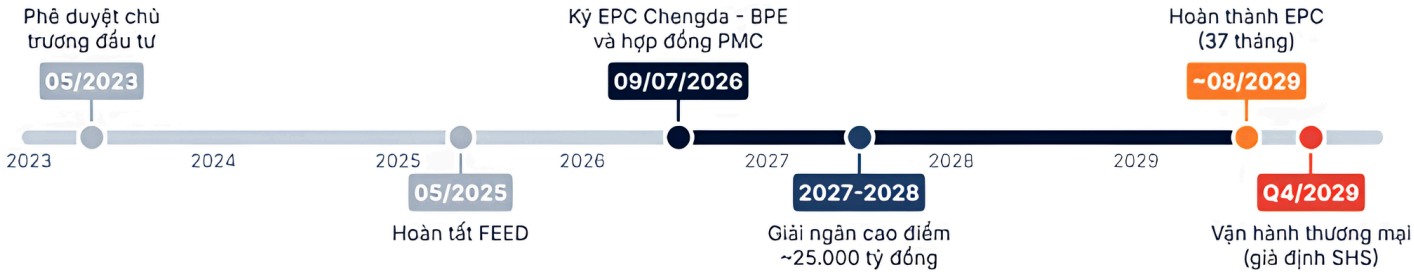
- **Crack spread** là biến số chi phối: giảm từ ~31 về 23 USD/thùng làm LN gộp/thùng giảm từ ~22,7 về ~14,5 USD, tác động **-13.400** tỷ đến lợi nhuận trước thuế.
- **Bảo dưỡng tổng thể TA6 khoảng 32 ngày** làm sản lượng 2027 giảm còn ~7,45 triệu tấn (-9%), kèm chi phí bảo dưỡng ước 1.500 tỷ.
- Thu nhập tài chính tăng nhờ quy mô tiền gửi lớn hơn bù đắp một phần. **LNST cổ đông mẹ 2027F đạt 18.620 tỷ (-43% YoY)**, vẫn gấp 3,6 lần năm 2025; EPS 3.719 VND.

IV. ĐỘNG LỰC DÀI HẠN: DỰ ÁN NCMR VÀ THOÁI VỐN NHÀ NƯỚC

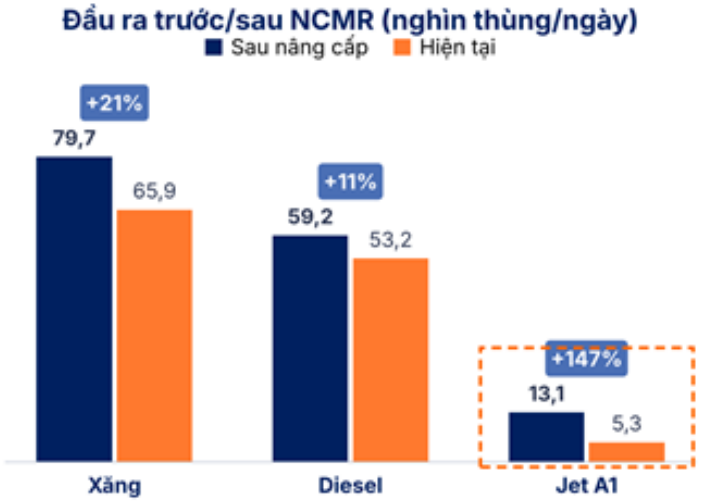
Dự án nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất (NCMR) chính thức triển khai

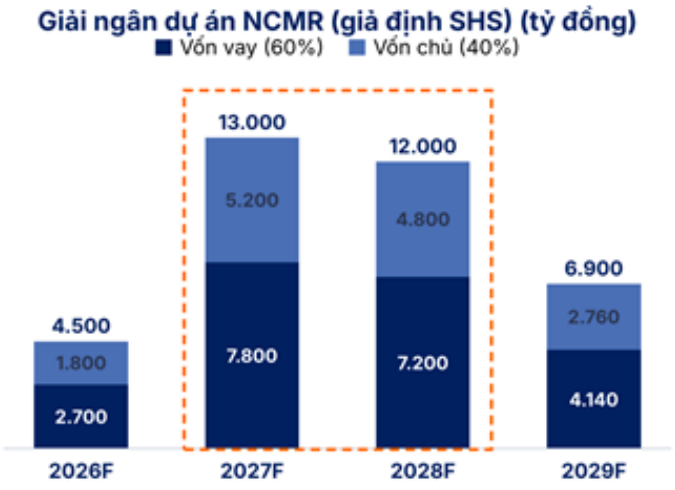
- Ngày **09/07/2026**, BSR ký hợp đồng EPC với liên danh **Chengda - BPE** và hợp đồng PMC với Foster Wheeler (Wood Group). Giá trúng thầu EPC khoảng 1 tỷ USD, thấp hơn ~200 triệu USD so với giá gói thầu được duyệt, giúp cải thiện hiệu quả vốn. Tổng mức đầu tư dự án **36.397 tỷ đồng (~1,49 tỷ USD).**
- Thời gian thực hiện EPC **37 tháng** kể từ ngày hợp đồng có hiệu lực. BSR định hướng vận hành năm 2028; SHS thận trọng giả định dự án vận hành thương mại từ **Q4/2029** và đóng góp đầy đủ từ 2030-2031. Cơ cấu vốn dự kiến 60% vay nợ, 40% vốn chủ.
- Sau nâng cấp, công suất chế biến tăng từ 148 lên **171 nghìn thùng/ngày (+15%)**, sản phẩm đạt chuẩn **Euro V**, nhà máy xử lý được dầu thô chua (lưu huỳnh cao) rẻ hơn và tăng mạnh tỷ trọng Jet A1. SHS giả định NCMR bổ sung 1,0-1,5 USD/thùng vào biên lọc dầu.

Các mốc chính dự án nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất



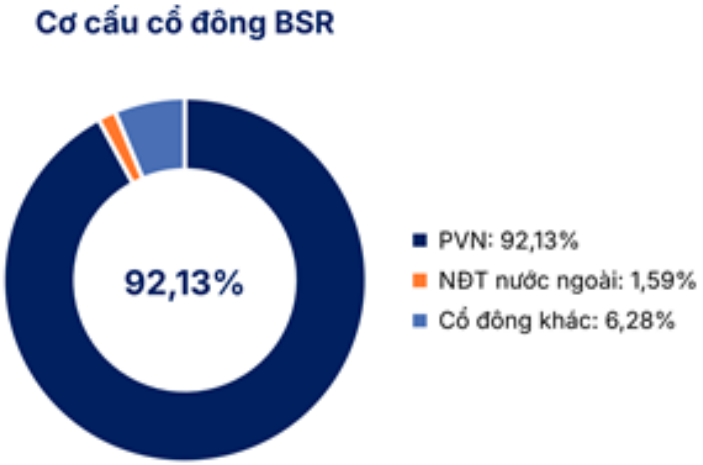
Nguồn: BSR, VnEconomy, SHS Research





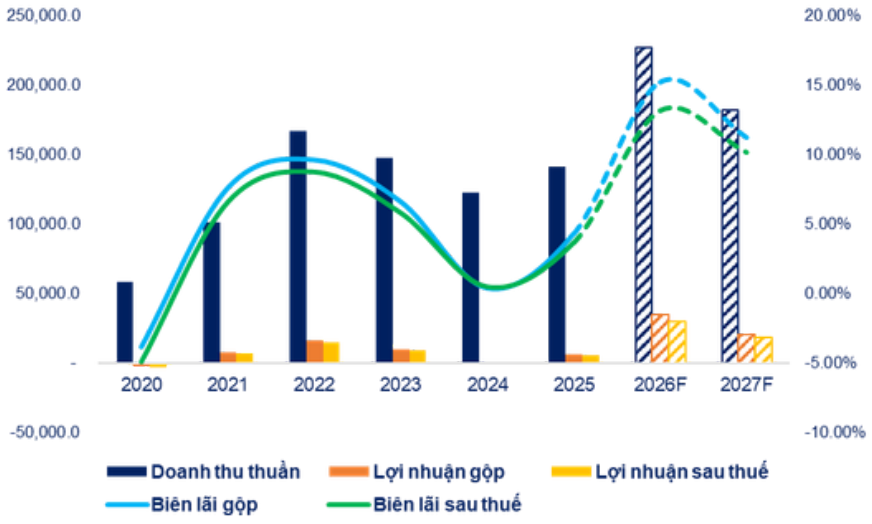
- Sản lượng Jet A1 tăng gấp 2,5 lần sau nâng cấp là điểm đáng chú ý nhất: Jet A1 là sản phẩm có crack spread cao nhất (bình quân 9T2026 đạt 55,3 USD/thùng) và nhu cầu hàng không nội địa tăng trưởng ổn định. Đây là cơ sở để SHS giả định biên lọc dầu tăng thêm 1,0-1,5 USD/thùng từ 2030F.

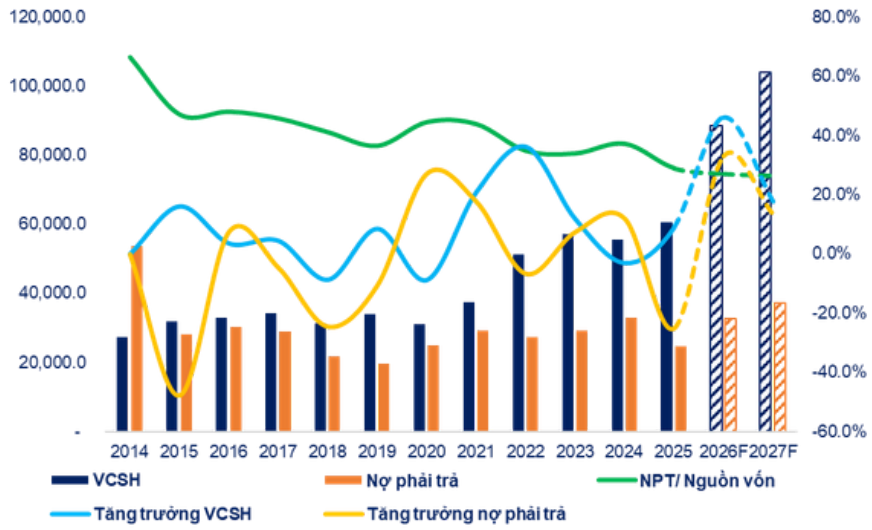
Thoái vốn Nhà nước: cải thiện thanh khoản và free float



- PVN hiện nắm **92,13%** vốn điều lệ, nhà đầu tư nước ngoài chỉ sở hữu 1,59%.
- Sau thương vụ thoái tối thiểu 2,13%, tỷ lệ cổ đông ngoài PVN sẽ vượt ngưỡng 10%, đáp ứng điều kiện duy trì niêm yết và có thể giúp cổ phiếu tăng tỷ trọng trong các chỉ số.
- PVN dự kiến bán tối thiểu **2,13% cổ phần BSR** qua đấu giá công khai, hoàn tất trước **11/03/2027** để đáp ứng yêu cầu tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng tối thiểu 10% theo Luật Chứng khoán sửa đổi. Công tác định giá doanh nghiệp dự kiến xong trước 31/12/2026.

V. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH





Nguồn: BCTC BSR, dự phóng SHS

- **Biên lọc dầu, không phải quy mô doanh thu, là biến số quyết định lợi nhuận**: Năm 2024, doanh thu đạt 123.027 tỷ đồng nhưng biên lãi gộp chỉ 0,4% do crack spread suy yếu và nhà máy bảo dưỡng tổng thể TA5. Ngược lại, năm 2026F, doanh thu tăng 60% YoY trong khi LNST tăng 6,3 lần nhờ biên lãi gộp mở rộng từ 4,3% lên 16,3%.
- **2026F đỉnh lợi nhuận mới, vượt chu kỳ 2022:** SHS dự phóng doanh thu 227.120 tỷ đồng và LNST 32.823 tỷ đồng. Biên lãi gộp 16,3% và biên lãi ròng 14,5% đều cao nhất lịch sử, vượt đỉnh năm 2022 (lần lượt 9,6% và 8,8%).
- **Nợ vay tăng trở lại từ 2027F phục vụ đầu tư dự án NCMR:** Nợ phải trả dự kiến tăng lên 37.178 tỷ đồng, chủ yếu từ khoản vay dự án khoảng 10.500 tỷ đồng. BSR vẫn duy trì trạng thái tiền ròng khoảng 64.000 tỷ đồng cuối năm 2027F.

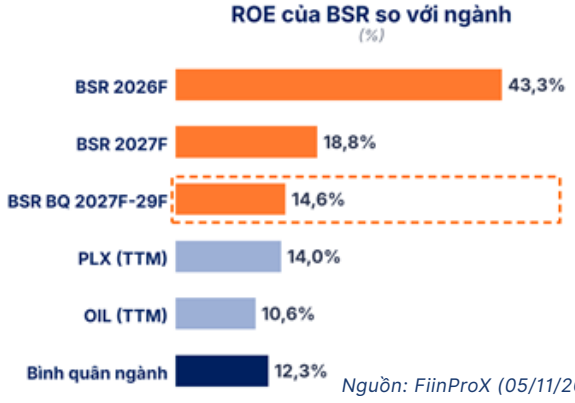
Tỷ VND	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Brent (USD/thùng)	69	96,4	84	76	74	72
Crack spread BQ	10,6	31,4	23	18	16	15,5
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	7.907	8.150	7.450	8.150	8.200	9.000
Doanh thu thuần	**141.582**	**227.439**	**182.268**	**178.425**	**175.330**	**190.772**
% YoY	15,10%	60,42%	(19,75)%	(2,1)%	(1,73)%	8,81%
Lợi nhuận gộp	6.114	36.955	20.508	16.811	14.306	17.191
Biên LN gộp	4,32%	16,27%	11,25%	9,42%	8,16%	9,01%
Lợi nhuận trước thuế	6.005	36.908	21.181	18.154	15.791	17.781
LNST cổ đông mẹ	**5.214**	**32.819**	**18.620**	**15.960**	**13.882**	**15.631**
% YoY	726%	529,50%	(43,3)%	(14,4)%	(13,2)%	12,70%
EPS (VND)	1.041	6.554	3.719	3.187	2.772	3.122

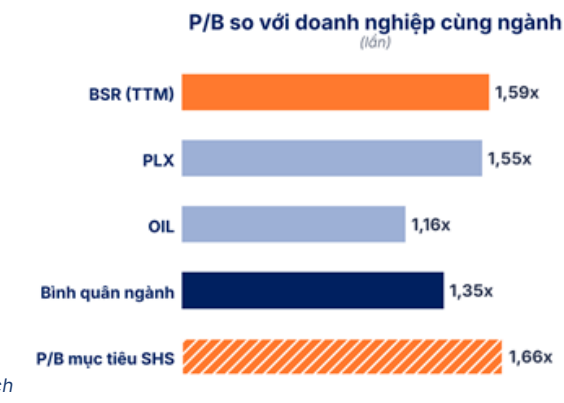
VI. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

SHS sử dụng **phương pháp P/B so sánh ngành có điều chỉnh theo ROE** làm phương pháp định giá chính. P/B bình quân ngành 1,35x (PLX, OIL), cho P/B mục tiêu **1,66x**. Áp cho BVPS 2026F **18.202 VND,** giá trị hợp lý của BSR là **30.200 VND/cp**, cao hơn 14,8% so với giá 26.500 VND ngày 05/11/2026. Khuyến nghị: **KHẢ QUAN.**

Cơ sở lựa chọn phương pháp P/B

- **Lợi nhuận ngành lọc dầu mang tính chu kỳ**: LNST cổ đông mẹ 2026F đạt 32.819 tỷ, mức cao nhất lịch sử nhờ crack spread tăng mạnh. SHS dự phóng lợi nhuận trở về mặt bằng bình thường từ 2027F khi crack spread hạ nhiệt về 16-23 USD/thùng. Các phương pháp dựa trên lợi nhuận ngắn hạn có thể chưa phản ánh đầy đủ đặc thù chu kỳ này.
- **P/B phản ánh giá trị bền vững qua chu kỳ**: vốn chủ sở hữu của BSR phần lớn là tiền và tiền gửi (58.651 tỷ tại 30/09/2026), là tài sản có chất lượng cao và ổn định. P/B cũng là cách thị trường đang định giá các doanh nghiệp xăng dầu niêm yết cùng ngành.





Nguồn: FiinProX (05/11/2026), SHS Research

So sánh định giá cùng ngành

Mã	Vốn hóa (tỷ)	P/E	BVPS	P/B
BSR	132.693	4,7	16.674	1,59
PLX	43.345	11,1	21.606	1,55
OIL	13.110	10,9	10.965	1,16
Bình quân ngành (PLX, OIL)		**11**		**1,35**

Kết quả định giá P/B điều chỉnh theo ROE

Khoản mục	Giá trị
P/B bình quân ngành (lần)	1,35
ROE bình quân ngành (TTM)	12,30%
ROE BSR bình quân 2027F-2029F	14,60%
Hệ số điều chỉnh theo ROE (lần)	1,23
P/B mục tiêu (lần)	**1,66**
BVPS 2026F của BSR (VND)	18.202
Giá đóng cửa 05/11/2026 (VND)	26.500
Tiềm năng tăng giá	14,80%
Giá mục tiêu (VND/cp)	**30.200**

VII. RỦI RO

- **Rủi ro crack spread và giá dầu**: crack spread có thể giảm nhanh hơn dự kiến nếu xung đột Trung Đông chấm dứt sớm và công suất lọc dầu trong khu vực phục hồi. Giá dầu đảo chiều mạnh có thể gây lỗ tồn kho do độ trễ 1-2 tháng giữa mua dầu thô và bán sản phẩm.
- **Rủi ro nguồn cung dầu thô**: nếu gián đoạn kéo dài, tỷ lệ dầu thô nhập khẩu có thể tăng lên 30-35% kèm chi phí vận chuyển, bảo hiểm cao hơn.
- **Rủi ro chính sách**: Nhà nước có thể điều chỉnh cơ chế bình ổn giá, thuế nhập khẩu hoặc yêu cầu doanh nghiệp đầu mối chia sẻ lợi nhuận khi giá xăng dầu tăng cao.
- **Rủi ro dự án NCMR**: chậm tiến độ giải phóng mặt bằng (đạt 57,2% tại 16/07/2026), đội vốn hoặc rủi ro tỷ giá với các hạng mục nhập khẩu thiết bị.
- **Rủi ro vận hành**: sự cố kỹ thuật hoặc kéo dài thời gian bảo dưỡng tổng thể năm 2027 so với kế hoạch 32 ngày.

PHỤ LỤC 1

Bảng cân đối kế toán

Tỷ VND	2024	2025	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn	**71.516**	**70.169**	**106.197**	**114.046**
Tiền và tương đương tiền	28.995	7.626	15.086	29.662
Đầu tư ngắn hạn	14.022	36.136	56.893	56.893
Các khoản phải thu	12.457	13.459	19.305	15.493
Hàng tồn kho	15.891	12.798	14.763	11.847
Tài sản khác	151	150	150	150
Tài sản dài hạn	**16.871**	**14.974**	**17.722**	**30.072**
Phải thu dài hạn	549	549	548	548
Tài sản cố định	13.216	11.316	9.612	8.962
Đầu tư dài hạn	10	10	9	9
Tài sản khác	3.098	3.100	7.552	20.552
Tổng tài sản	**88.387**	**85.143**	**123.919**	**144.118**
Nợ ngắn hạn	**31.984**	**23.772**	**29.184**	**25.820**
Phải trả ngắn hạn	14.474	11.343	13.627	10.936
Người mua trả tiền trước	25	25	50	50
Vay nợ ngắn hạn	15.857	10.504	12.000	12.000
Nợ khác	1.630	1.900	3.507	2.834
Nợ dài hạn	**856**	**858**	**3.558**	**11.358**
Vốn chủ sở hữu	**55.538**	**60.513**	**91.177**	**106.940**
Vốn góp	31.005	50.073	50.073	50.073
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	11.826	4.776	38.075	53.818
Vốn khác	12.675	5.632	2.994	2.994
Lợi ích cổ đông thiểu số	32	32	36	55
Tổng nguồn vốn	**88.387**	**85.143**	**123.919**	**144.118**

Báo cáo kết quả kinh doanh

Tỷ VND	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**123.027**	**141.582**	**227.120**	**182.268**
Giá vốn bán hàng	**(122.536)**	**(135.468)**	**(190.165)**	**(161.760)**
Lợi nhuận gộp	**491**	**6.114**	**36.955**	**20.508**
Doanh thu tài chính	2.230	1.913	2.888	3.296
Chi phí tài chính	(800)	(481)	(913)	(639)
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh	-	-	-	-
Chi phí hoạt động	(1.214)	(1.564)	(2.093)	(2.004)
Thu nhập khác, ròng	28	23	71	20
Lợi nhuận trước thuế	**736**	**5.217**	**36.908**	**21.181**
Thuế TNDN	(145)	**(788)**	**(4.085)**	**(2.542)**
Lợi nhuận sau thuế	**631**	**5.214**	**32.823**	**18.639**

Các chỉ số tài chính

Tỷ VND	2024	2025	2026F	2027F
Chỉ số định giá				
SLCP lưu hành (triệu CP)	5.007,3	5.007,3	5.007,3	5.007,3
EPS (VND)	126	1.041	6.554	3.719
Chỉ số sinh lời				
Biên LN gộp	0,4%	4,3%	16,3%	11,3%
Biên LN ròng	0,5%	3,7%	14,5%	10,2%
ROE	1,3%	9,0%	43,3%	18,8%
ROA	0,8%	6,0%	31,4%	13,9%
Chỉ số đòn bẩy				
Tỷ số nợ vay/tổng tài sản	0,35	0,12	0,12	0,16
Tỷ số nợ vay/VCSH	0,53	0,17	0,16	0,22
Hệ số TT hiện hành	2,25	2,95	3,64	4,42
Hệ số TT nhanh	1,60	2,41	3,13	3,96

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các qui định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có 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 có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

MỌI THÔNG TIN XIN VUI LÒNG LIÊN HỆ

Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Số 43 Lý Thường Kiệt, P. Cửa Nam, Thành phố Hà Nội, Việt Nam.

Tel: (84-24)-3818 1888
Fax: (84-24)-3818 1688
Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số 36 Bùi Thị Xuân, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam.

Tel: (84-8)-3915 1368
Fax: (84-8)-3915 1369
Email: contact-hcm@shs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Số 41 Ngô Quyền, phường Cửa Nam, Thành phố Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888
Fax: (84-24)-3818 1688
Email: contact-hn@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, số 03 Lê Đình Lý, Thành phố Đà Nẵng, Việt Nam

Tel: (84-511)-352 5777
Fax: (84-511)-352 5779
Email: contact-dn@shs.com.vn

SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)

Website: shs.com.vn

Tel: 1900 63 8588

Email: hotrokhachhang@shs.com.vn

GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SH Smart

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: shsmart.shs.com.vn