Báo cáo cổ phiếu: BSR

Đỉnh chu kỳ Hormuz, quý 3 lãi kỷ lục, định giá đã phản ánh: không mua mới, chốt lời quanh KQKD quý 3

Tổng công ty Lọc hóa dầu Việt Nam (HOSE: BSR) · lọc dầu Dung Quất · BCTC hợp nhất đến Q2/2026, dự báo Q3, Q4/2026 và 2027–2030 · giá tham chiếu 30,4 nghìn đ (25/09/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	LNST Q3/2026F	LNST 2026F	P/E 2026F	P/B HIỆN TẠI	TIỀN RÒNG 30/06/2026
30,4 nghìn đ · 25/09/2026	**9.571** tỷ đ · dải 6.261–12.770	**30.248** tỷ đ · +480% so 2025	**5,0x** 2027F: 17,4x (bảo dưỡng)	**2,05x** phân vị 89% từ 2018	**41.010** tỷ đ · 27% vốn hóa

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

KHÔNG MUA MỚI

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG MUA LẠI	EPS 2026F	LNST 2027F
30,4 nghìn đ	**17–21** nghìn đ	**20–22** nghìn đ	**6.041** đ	**8.744** tỷ đ

Hành động: không mua mới ở giá hiện tại; nhà đầu tư đang nắm giữ chốt lời từng phần quanh KQKD quý 3/2026 (khoảng 20/10). Vùng mua lại 20–22 nghìn đ. **Đánh giá lại** nếu Hormuz đóng sang 2027 hoặc crack gasoil Singapore duy trì trên 60 USD/thùng.

KẾT LUẬN

BSR đang ở đỉnh chu kỳ lọc dầu do eo Hormuz bị phong tỏa từ 28/02/2026. LNST 6 tháng đầu năm đạt 15.727 tỷ, gấp ba cả năm 2025. Chúng tôi ước **Q3/2026 lãi khoảng 9.571 tỷ** (khoảng 6.261 – 12.770 tỷ), là quý kỷ lục nhờ crack gasoil Singapore trên 60 USD/thùng và Dated Brent tăng từ 85 lên 113 USD trong quý (lãi tồn kho). **Q4/2026 khoảng 4.951 tỷ**: hiệu ứng tồn kho đảo chiều khi giá dầu hạ nhiệt, cước VLCC lập kỷ lục trong tháng 9, và dầu thô xuất khỏi vùng Vịnh đã hồi về 92% công suất trước chiến tranh (tuần 19 – 25/09), trong khi sản phẩm phục hồi chậm hơn. Cả năm 2026 khoảng **30.248 tỷ**, EPS 6.041 đ.

Năm 2027 lợi nhuận giảm mạnh về khoảng 8.744 tỷ: nhà máy dừng khoảng 50 ngày để bảo dưỡng tổng thể và biên lọc trở về gần mức bình thường. Dự án nâng cấp mở rộng (NCMR, 36.397 tỷ, vận hành thực tế khoảng cuối 2029) chủ yếu mang tính phòng thủ: IRR cơ sở 8,7%, thấp hơn chi phí vốn 11%. Giá trị thật của dự án nằm ở khả năng lọc Euro V và mở rộng nguồn dầu. Ở giá 30.400 đ, P/E 2026F chỉ 5,0x, nhưng P/B 2,05x nằm ở phân vị 89%. Theo giá trị sổ sách hoặc lợi nhuận chuẩn hóa, giá hợp lý là 17 – 21 nghìn đ. **Đề xuất: không mua mới, chốt lời từng phần quanh KQKD Q3; vùng mua lại 20 – 22 nghìn đ.**

LỌC DẦU DUNG QUẤT

15.727 tỷ LNST 6T/2026

- Gấp ba cả năm 2025
- LN gộp Q2: 23,4 USD/thùng
- Chạy 124% công suất 7T/2026

NGUỒN DẦU THÔ

40 loại dầu đã chế biến

- ~85% dầu nội (KH 2026)
- Không phụ thuộc Hormuz
- Tồn kho Q2: 26 ngày

DỰ ÁN NCMR

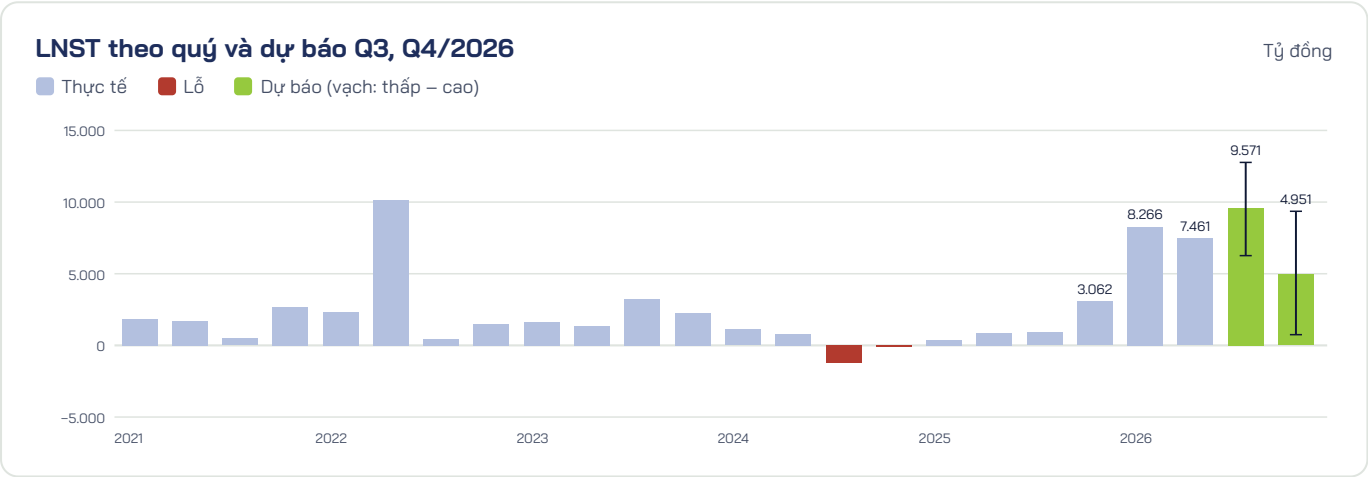
36.397 tỷ tổng mức đầu tư

- IRR cơ sở 8,7% < WACC 11%
- NPV cơ sở −5.802 tỷ
- Vận hành cơ sở Q4/2029

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **6T/2026:** LNST 15.727 tỷ, gấp ba cả năm 2025, nhờ eo Hormuz bị phong tỏa từ 28/02/2026 đẩy crack spread lên kỷ lục.
2. **Dự báo cơ sở:** LNST quý 3/2026 9.571 tỷ (dải 6.261 đến 12.770), lũy kế 9 tháng 25.298 tỷ; quý 4 4.951 tỷ; năm 2026 30.248 tỷ (+480%).
3. **Năm 2027 giảm về 8.744 tỷ:** bảo dưỡng tổng thể khoảng 50 ngày và biên lọc trở về gần mức bình thường.
4. **NCMR (36.397 tỷ) mang tính phòng thủ:** IRR cơ sở 8,7%, thấp hơn chi phí vốn 11%; giá trị nằm ở khả năng lọc Euro V và mở rộng nguồn dầu.
5. **KHÔNG MUA MỚI:** P/E 2026F 5,0x ở đỉnh lợi nhuận không phải tín hiệu rẻ; P/B 2,05x ở phân vị 89%; giá trị hợp lý 17–21 nghìn đ, vùng mua lại 20–22 nghìn đ.

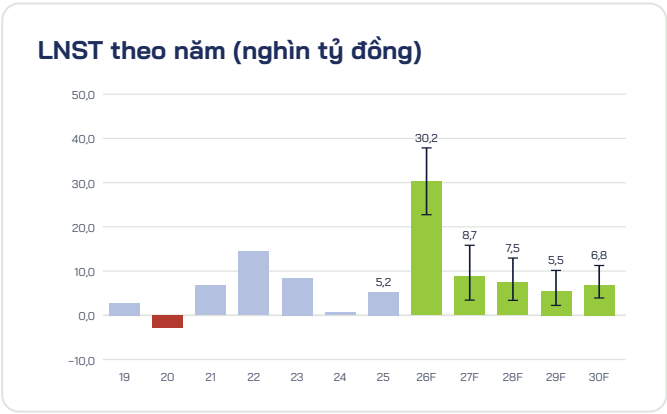
1 Dự báo: quý 3/2026 lãi kỷ lục khoảng 9.571 tỷ, cả năm 30.248 tỷ; 2027 giảm về 8.744 tỷ vì bảo dưỡng



Nguồn: kho AAS – BCTC hợp nhất BSR; dự báo AAS.

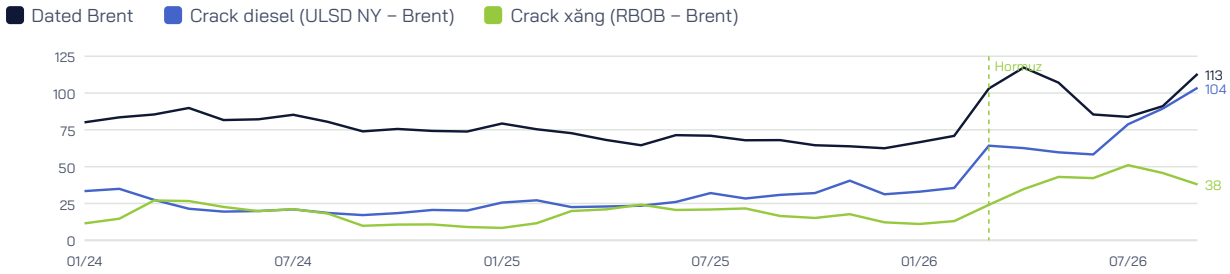
Cầu nối LN gộp mỗi thùng từ Q2

USD/thùng	Q4/2026F
Mốc Q2 (lõi)	27,7
Crack xăng	−5,1
Crack gasoil	−2,0
Hiệu ứng tồn kho	−2,9
Phụ phí + cước	−2,5
Hoàn nhập dự phòng	+0,0
LN gộp mỗi thùng	**15,1**



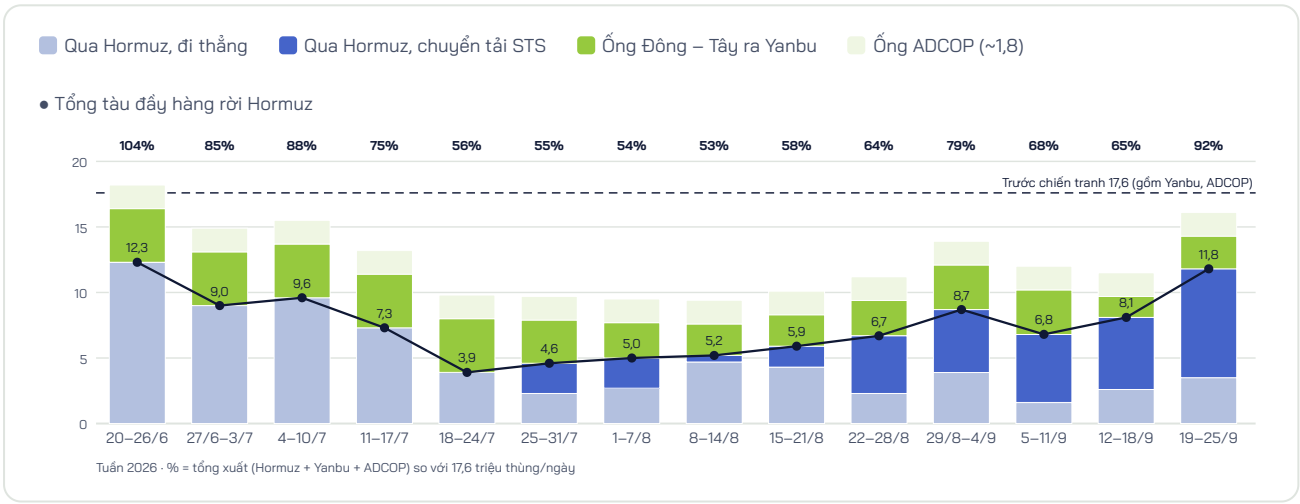
Tỷ đồng	Q3/2026F	Q4/2026F	2026F	2027F	2028F	2030F
LNST, cơ sở	**9.571**	**4.951**	**30.248**	**8.744**	**7.460**	**6.846**
so cùng kỳ	+953%	+62%	+480%	−71%	−15%	–
LNST thấp – cao	6.261–12.770	751–9.353	22.738–37.849	3.436–15.820	3.358–12.930	3.906–11.256
LN gộp mỗi thùng (USD)	–	15,1	–	8,0	6,0	5,0
Sản lượng (triệu tấn)	–	1,97	–	6,9	8,0	8,6
EPS (đ)	1.912	989	6.041	1.746	1.490	1.367

2 Động lực: crack diesel và lãi tồn kho đẩy quý 3; dầu qua Hormuz hồi phục làm quý 4 hạ nhiệt



Nguồn: EIA, Yahoo Finance; USD/thùng, bình quân tháng.

Cập nhật Hormuz: dầu thô xuất khỏi vùng Vịnh theo tuần (triệu thùng/ngày)



Nguồn: LVision (ước tính theo hành trình tàu); EIA; Windward.

- **Dầu thô phục hồi nhanh.** Tuần 19 – 25/09, lượng dầu thô trên tàu đầy hàng rời Hormuz đạt 11,8 triệu thùng/ngày (bằng 79% mức 15,0 của năm 2025 theo EIA), trong đó 8,3 triệu thùng qua chuyển tải STS. Cộng ống Yanbu (2,5) và ADCOP (khoảng 1,8), tổng xuất đạt 92% công suất trước chiến tranh (17,6). Mức thâm hụt còn 1,5 triệu thùng/ngày, so với 7,8 – 8,2 từ cuối tháng 7 đến giữa tháng 8. Theo Windward, riêng ngày 24/09 có khoảng 19 triệu thùng rời vùng Vịnh, 12,2 triệu qua STS.
- **Sản phẩm xăng dầu phục hồi chậm hơn.** Trước chiến tranh khoảng 4,8 triệu thùng/ngày sản phẩm đi qua Hormuz (khoảng 16% thương mại sản phẩm toàn cầu; riêng naphtha khoảng 1,2 triệu thùng/ngày). Số liệu giao dịch quốc tế (10/09) cho thấy xuất khẩu sản phẩm qua eo phục hồi chậm, giữ giá nhiên liệu gần mức kỷ lục. EIA (STEO 09/2026) dự báo crack diesel Mỹ trên 2 USD/gallon (khoảng 84 USD/thùng) từ tháng 8 đến tháng 11.
- **Hàm ý cho BSR.** Dầu thô dồi dào trở lại trong khi sản phẩm còn khan là cấu hình tốt cho biên lọc: crack còn cao, nhưng Brent và premium Dated hạ nhiệt. Điều này cũng có nghĩa là Q4 lỗ tồn kho, đúng như kịch bản cơ sở. Rủi ro là khi các nhà máy vùng Vịnh (Ruwais, Jubail, Al-Zour) xuất sản phẩm trở lại bình thường, crack gasoil Singapore sẽ giảm nhanh (kịch bản thấp). Khoảng 70% lưu lượng qua eo còn phụ thuộc STS, và khoảng 15% đội VLCC bị giữ cho STS ngoài khơi Oman, nên cước vẫn cao và dòng chảy mong manh.

3 Nguồn dầu thô: 40 loại dầu, không phụ thuộc Hormuz – lợi thế của chiến lược dự trữ (Just-in-Case)

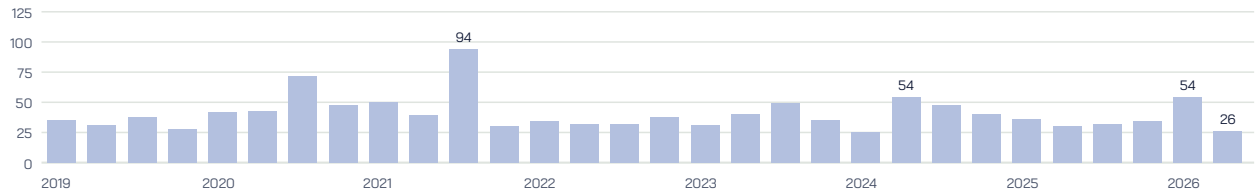
Nguồn	Thỏa thuận / chuyến hàng	Ghi chú
Nội địa: Bạch Hổ, Đại Hùng, Tê Giác Trắng…	Hợp đồng dài hạn (~50% công suất); Bạch Hổ 2024 – 2027	KH 2026: ~85% dầu nội
Azerbaijan – SOCAR (Azeri BTC)	MoU 05/2025: 2 triệu thùng/tháng, 07/2025 – 2035	35 chuyến 2010 – 2024; phối trộn tới 70%
Mỹ – WTI Midland	Chuyến đầu 05/2019; Mercuria 1 triệu thùng (giao 11/2025); MoU Chevron 03/02/2026; thỏa thuận khung ExxonMobil 23/09/2026	Chưa công bố khối lượng, giá, kỳ hạn
Nigeria – Bonny Light, Qua Iboe, Erha	Chuyến đầu Bonny Light 2019; Qua Iboe, Erha 2026 qua đấu thầu/giao ngay	Erha phối trộn tới ~45%; chưa thấy HĐ kỳ hạn với NNPC
Khác: Angola, Libya, Argentina, Malaysia, Nga	Palanca 36%, Bertam 30%, Sokol 20%; Bu Attifel, Medanito	Tổng cộng 40 loại dầu

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

Từ Just-in-Time sang Just-in-Case: dầu thô là tài sản chiến lược. Khi lưu lượng qua Hormuz giảm từ 20 xuống khoảng 9 triệu thùng/ngày, logic tồn kho tối thiểu bị đảo ngược: nhà máy nào giữ được nguồn dầu thì bán được sản phẩm với crack kỷ lục.

- **Đa dạng hóa nhà cung cấp.** Dung Quất đã chế biến **40 loại dầu thô** (12 trong nước, 28 nhập khẩu), phối trộn Azeri tới 70% và Erha tới khoảng 45%. Nguồn dầu chủ yếu đến từ trong nước và lưu vực Đại Tây Dương, không phải đi qua Hormuz. Nhờ vậy nhà máy chạy 124% công suất đúng lúc các nhà máy phụ thuộc dầu Trung Đông phải giảm tải. Nhiều nhà cung cấp làm giảm rủi ro đầu vào, dù không làm dầu rẻ hơn.
- **Tích trữ khi cần.** Tồn kho Q1/2026 tăng lên 21.574 tỷ, tương đương 54 ngày giá vốn (bình quân 2022 – 2025 là 35 ngày). Bể dầu thô số 9 đưa sức chứa lên 585.000 m³. BSR ưu tiên dầu nội (KH 2026 nhập khẩu còn khoảng 15%) và kiến nghị hạn chế xuất khẩu dầu thô.
- **Thỏa thuận với Mỹ là bảo hiểm nguồn cung và cân bằng thương mại, chưa phải nguồn dầu rẻ.** Tháng 4/2026 WTI Midland giao Bắc Á cao hơn Dated Brent khoảng 30 USD/thùng; cước VLCC từ vịnh Mỹ lên khoảng 14 – 15 USD/thùng (09/2026). Cùng lúc, OSP dầu Nigeria chỉ +2,6 đến +3,9 USD. Khi thị trường bình thường trở lại, WTI và dầu Tây Phi sẽ cạnh tranh được với dầu nội có premium.
- **Cái giá của Just-in-Case.** Tồn kho lớn khuếch đại lãi/lỗ tồn kho. Với 54 ngày tồn kho, mỗi 10 USD/thùng biến động Brent tương đương khoảng ±2.300 tỷ LN gộp. Q2/2026 BSR đã phải trích 315 tỷ dự phòng khi Brent rơi từ 117 xuống 85 USD. Tính chiến lược cũng có nghĩa là mục tiêu an ninh năng lượng của PVN (sở hữu 92,1%) được đặt trước tối đa hóa lợi nhuận. Tiền mặt được giữ cho NCMR, nên cổ tức tiền 2025 chỉ 3%.

Số ngày tồn kho BSR (tồn kho / giá vốn quý × 91)

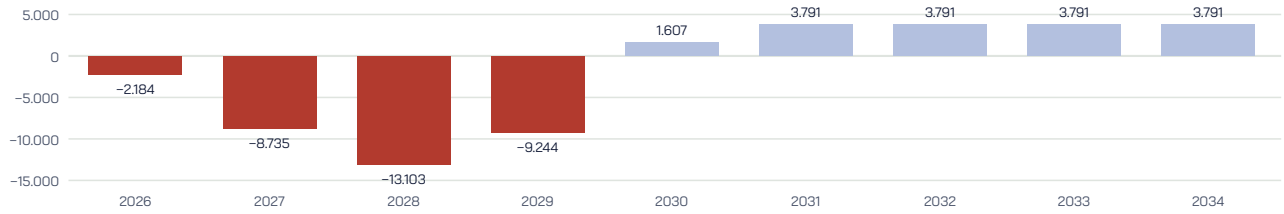


Nguồn: kho AAS – BCTC hợp nhất BSR; AAS tính.

4 Dự án NCMR: IRR cơ sở 8,7%, thấp hơn chi phí vốn 11%; giá trị nằm ở khả năng phòng thủ

Hạng mục	Nội dung
Công suất	6,5 → 7,6 triệu tấn/năm (148 → 171 nghìn thùng/ngày, +15,5%); thực tế 7T/2026 đã chạy 124% (~8 tr tấn/năm)
Sản phẩm, dầu thô	Xăng dầu Euro V (hiện Euro 2 – 3); trần lưu huỳnh dầu thô 0,12% → 0,34%; thêm GHDT, DHDT, Alkylation, HGU, SRU
Tổng mức đầu tư	36.397 tỷ đồng (1,49 tỷ USD); vốn chủ 60% (~21.800 tỷ), vay tối đa 600 triệu USD (MIGA/ECA, chọn ngân hàng Q4/2026, giải ngân Q3/2027)
EPC	Chengda – BPE, ký 09/07/2026, 988,8 triệu USD, 37 tháng; kick-off 21/08/2026; PMC: WOOD – PVE
Tiến độ	San lấp ~65% (08/2026, chậm ~4%); nguồn chính thức ghi "vận hành 2028", nhưng 37 tháng EPC → hoàn thành khoảng 08 – 09/2029
Dừng máy	Bảo dưỡng tổng thể lần 6 năm 2027 (các lần trước 48 – 60 ngày); chưa công bố số ngày đấu nối NCMR

Dòng tiền gia tăng so với phương án không đầu tư (tỷ đồng)



NPV (tỷ, WACC 11%) / IRR theo lợi ích biên và vượt vốn

Lợi ích biên (USD/thùng)	Đúng vốn	Vượt 15%	Vượt 30%
0,5	−24.665 / −1,8%	−29.463 / −2,7%	−34.261 / −3,4%
1,3	−16.131 / 3,9%	−20.779 / 2,8%	−25.427 / 1,9%
2,3	**−5.802 / 8,7%**	**−10.450 / 7,3%**	**−15.098 / 6,1%**
3,3	4.527 / 12,7%	−121 / 11,0%	−4.769 / 9,6%
4,5	16.922 / 17,0%	12.274 / 14,9%	7.626 / 13,2%

- NPV cơ sở −5.802 tỷ, IRR 8,7%. Nếu không nâng cấp mà mất khoảng 1 USD/thùng biên (không đạt Euro V, phụ thuộc dầu ngọt đắt), NPV chuyển dương khoảng 4.500 tỷ, IRR 12,7%.
- LNST tăng thêm từ 2030 khoảng 1.500 – 2.000 tỷ/năm, tương đương 300 – 390 đ/cp.
- Vận hành sớm vào Q4/2028: NPV −2.730 tỷ; chậm đến giữa 2030: −7.890 tỷ.

Lợi ích biên và NPV toàn dự án

Lợi ích biên là gì

NCMR đem lại hai loại lợi ích. **Lợi ích sản lượng** chỉ tính trên phần sản lượng tăng thêm, và phần này nhỏ vì nhà máy hiện đã chạy vượt công suất thiết kế. **Lợi ích biên** là lợi nhuận thêm trên *mỗi thùng* của toàn nhà máy nhờ cấu hình tốt hơn: mua được dầu chua/nặng rẻ hơn (trần lưu huỳnh 0,12% → 0,34%) và bán được xăng dầu Euro V, ít dầu đốt (FO). Vì áp lên toàn bộ 63 triệu thùng/năm, mỗi 0,1 USD/thùng lợi ích biên tương đương khoảng 166 tỷ EBITDA/năm.

	Tính trên	Cơ sở	EBITDA/năm (tỷ)
Lợi ích sản lượng (mở rộng)	Chỉ phần tăng thêm: 4,4 tr thùng/năm (+7,5%)	LN gộp 7,0 USD/thùng	811
Lợi ích biên (nâng cấp)	**Toàn bộ** 63 tr thùng/năm	1,5 dầu chua rẻ hơn + 0,8 Euro V = **2,3 USD/thùng**	3.820
Opex tăng	Toàn bộ sản lượng	−0,35 USD/thùng	−581
EBITDA tăng thêm			**4.050**

NPV toàn dự án (kịch bản cơ sở)

Cấu phần (tỷ đồng)	Hiện giá (WACC 11%)	Cộng dồn 2026 – 2055
Capex	−31.986	−36.397
Lợi ích sản lượng	5.605	21.294
Lợi ích biên	26.397	100.286
Opex tăng	−4.017	−15.261
Thuế	−1.800	−6.956
NPV / FCF lũy kế	**−5.802**	**62.967**

Cột cộng dồn là tổng chưa chiết khấu. Dự án hoàn vốn (chưa chiết khấu) năm 2039, khoảng 9 năm sau khi vận hành. Lợi ích biên chiếm khoảng 82% tổng lợi ích.

Góc nhìn AAS: lợi nhuận tăng nhưng chưa tạo giá trị.

- **Lợi nhuận kế toán tăng.** LNST tăng thêm khoảng 1.536 – 1.749 tỷ/năm từ 2030, tức EPS +307 – 349 đ.
- **Nhưng tỷ suất trên vốn thấp hơn chi phí vốn.** EBIT sau thuế khoảng 2.335 tỷ/năm trên 36.397 tỷ vốn, tức ROIC 6,4%, thấp hơn WACC 11%. Lợi nhuận có tăng, nhưng vốn bỏ ra để có mức tăng đó quá lớn, nên NPV âm 5.802 tỷ (−1.159 đ/cp).
- **Đây không phải câu chuyện mở rộng quy mô.** Sản lượng chỉ tăng 7,5%; phần lớn giá trị đến từ biên lợi nhuận mỗi thùng, còn doanh thu vẫn chạy theo giá Brent.
- **Điểm hòa vốn.** NPV = 0 khi lợi ích biên đạt 2,9 USD/thùng nếu đúng vốn, 3,3 nếu vượt vốn 15% và 3,8 nếu vượt vốn 30%, so với 2,3 ở kịch bản cơ sở. Mỗi 1 USD/thùng lợi ích biên làm NPV thay đổi khoảng 10.300 tỷ, gấp khoảng 2 lần tác động của 15% vượt vốn.
- **Giá trị thật là phòng thủ.** Nếu không nâng cấp, biên lợi nhuận hiện tại sẽ giảm khi Euro 2 – 3 bị loại và dầu ngọt Bạch Hổ cạn dần. Chỉ cần phần biên giữ lại được đạt 0,56 USD/thùng là NPV về 0. Phần này không hiện ra thành tăng trưởng EPS vì nó là khoản sụt giảm tránh được. Kịch bản cơ sở vẫn để giá trị phòng thủ bằng 0 cho thận trọng.

NPV theo giá trị phòng thủ

Giá trị phòng thủ (USD/thùng)	0,0	0,5	1,0	2,0
NPV (tỷ)	−5.802	−637	4.527	14.856
IRR	8,7%	10,8%	12,7%	16,3%

Nguồn: AAS tính (mô hình dòng tiền gia tăng NCMR, WACC 11%, vòng đời 25 năm, vận hành Q4/2029).

Tiến độ thi công và mốc vận hành

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

Tiến độ thi công NCMR. Mốc vận hành phụ thuộc vào đường găng thi công.

- **Các mốc đã có:** san lấp mặt bằng khởi công 02/02/2026, đạt khoảng 65% vào đầu tháng 8 (chậm khoảng 4% so với kế hoạch), khu công nghệ mục tiêu bàn giao giữa tháng 9. Hợp đồng EPC với Chengda – BPE ký 09/07/2026, thời hạn 37 tháng kể từ ngày hiệu lực, kick-off 21/08/2026; nhà thầu cam kết đạt nghiệm thu ban đầu sớm 1 tháng.

- **Đường găng:** (1) thiết kế chi tiết và đặt hàng thiết bị chế tạo dài (lò phản ứng hydrotreating, máy nén, thiết bị SRU), thường mất 14 – 18 tháng; (2) lắp đặt và chạy thử các phân xưởng mới; (3) dừng máy để đấu nối với phân xưởng hiện hữu (RFCC, CCR). Bảo dưỡng tổng thể lần 6 năm 2027 diễn ra khi phân xưởng mới chưa xây xong, nên đấu nối nhiều khả năng cần một đợt dừng riêng năm 2029.
- **Mốc hợp lý:** 37 tháng từ 08/2026 là khoảng 09/2029. Vì vậy mốc chính thức "vận hành 2028" nhiều khả năng chỉ ứng với chạy thử từng phần. Kịch bản cơ sở của AAS là Q4/2029; Q2/2029 là khả thi nếu nhà thầu làm đúng cam kết sớm; Q4/2028 khó đạt.
- **Mốc cần theo dõi:** hoàn tất san lấp (dự kiến 12/2026), phát hành bản vẽ thi công, lô thiết bị dài hạn đầu tiên về công trường (2027), tỷ lệ hoàn thành EPC công bố hằng quý.

Mốc vận hành NCMR	Điều kiện	NPV (tỷ, WACC 11%)	IRR	LNST phần NCMR 2029
Q4/2028 (mốc chính thức "2028")	EPC chạy nhanh hơn hợp đồng khoảng 10 tháng	−2.730	9,8%	1.588
Q2/2029	Nhà thầu đạt cam kết sớm; tổ chức đấu nối nhanh	−4.303	9,2%	951
Q4/2029 (cơ sở)	**Đúng 37 tháng EPC + chạy thử, nghiệm thu**	**−5.802**	**8,7%**	**−241**
Q2/2030	Chậm 6 tháng (như san lấp đang chậm ~4%)	−7.219	8,2%	−890

5 Định giá: P/E 5,0x ở đỉnh lợi nhuận không phải tín hiệu rẻ; giá hợp lý 17–21 nghìn đ, không mua mới





Nguồn: kho AAS, giá điều chỉnh BSR; AAS tính.

Cách định giá	Giả định	Nghìn đ	So với giá
P/B trung vị từ 2019 × BVPS 2026F	**1,18x × 17.445**	**20,6**	**−32%**
LN chuẩn hóa cơ sở × P/E 10 + LN vượt chuẩn 2026 + NPV NCMR	**6.500 × 10 + 23.748 − 5.802 tỷ**	**16,6**	**−46%**
Như trên, kịch bản cao (LN gộp 7,5 USD/thùng, P/E 12)	10.000 × 12 + 27.849 − 5.802 tỷ	28,4	−7%
P/B phân vị 75% × BVPS 2026F	1,64x × 17.445	28,6	−6%
P/B phân vị 90% × BVPS 2026F (kịch bản cao)	2,06x × 18.963	39,1	+29%

Yếu tố hỗ trợ

- Q3/2026 nhiều khả năng là quý lãi kỷ lục; KQKD công bố khoảng 20/10.
- Nguồn dầu không phụ thuộc Hormuz, đa dạng 40 loại; tiền mặt ròng khoảng 41.000 tỷ (06/2026).
- Kế hoạch LNST 2026 chỉ 2.162 tỷ, dễ vượt; có thể thêm cổ tức.

Rủi ro

- Hormuz mở lại: crack và Brent cùng giảm, gây lỗ tồn kho kép như Q3/2022 và Q3/2024.
- Năm 2027 dừng máy khoảng 50 ngày; NCMR vượt vốn hoặc chậm tiến độ.
- Cổ phiếu beta 1,34, biến động 46%/năm; PVN có thể thoái vốn về 49% (cung cổ phiếu).

Backtest quy tắc giao dịch

Quy tắc (03/2019 – 09/2026)	Lệnh	Thắng	CAGR	Sụt tối đa
Crack spread TB 60 phiên > TB 250 phiên	5	60%	+3,4%	−67%
Crack tăng và giá trên MA200	18	39%	+10,7%	−44%
Giá trên MA200	16	31%	+28,5%	−40%
Mua khi P/B ≤ phân vị 20%, bán khi ≥ 80%	2	100%	+16,3%	−67%
Ngược chu kỳ: giữ khi P/E ≥ 15 (LN đáy), bán khi P/E < 8	3	67%	+28,4%	−41%
Mua và giữ	**–**	**–**	**+19,8%**	**−67%**

Phí 0,4% khứ hồi, giá điều chỉnh. Quy tắc ngược chu kỳ đã phát tín hiệu bán ngày 14/08/2026 (P/E 4 quý xuống dưới 8x).

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH BSR

- **Không mua mới ở 30,4 nghìn đ.** P/E 2026F 5,0x thấp vì lợi nhuận đang ở đỉnh chu kỳ; P/B 2,05x cao hơn 89% số phiên từ 2018. Theo giá trị sổ sách hoặc lợi nhuận chuẩn hóa, giá hợp lý 17–21 nghìn đ.
- **Đang nắm giữ: chốt lời từng phần quanh KQKD quý 3/2026** (số ước 9 tháng đầu tháng 10, BCTC khoảng 20/10). Lịch sử BSR cho thấy giá thường không tăng thêm sau tin lãi kỷ lục (Q2/2022: −12% so với VN-Index trong 15 phiên trước BCTC).
- **Vùng mua lại 20–22 nghìn đ**, gần P/B trung vị từ 2019 nhân BVPS 2026F.
- **Đánh giá lại** nếu Hormuz đóng sang 2027 hoặc crack gasoil Singapore duy trì trên 60 USD/thùng.
- **Mốc theo dõi:** KQKD quý 3 (khoảng 20/10), crack gasoil Singapore và Dated Brent tháng 10–12, tình trạng Hormuz, lịch bảo dưỡng tổng thể 2027, tiến độ EPC và khoản vay 600 triệu USD của NCMR.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 28/09/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.