

Báo cáo cổ phiếu: BSR

Đỉnh chu kỳ Hormuz, Q3 kỷ lục, định giá đã phản ánh

Tổng công ty Lọc hóa dầu Việt Nam (HOSE: BSR) · BCTC hợp nhất đến Q2/2026 (kho AAS), giá đến 25/09/2026 · Phát hành bởi AAS Research

BSR

GIÁ 25/09/2026

30.400đ

Vốn hóa 152 nghìn tỷ

LNST Q3/2026F

10.156 tỷ

Khoảng 7.165 – 13.184

LNST 2026F

30.833

tỷ · +491% · EPS 6.158 đ

P/E 2026F / 2027F

4,9x

2027F: 17,4x (bảo dưỡng)

P/B HIỆN TẠI

2,05x

Phân vị 89% từ 2018; 2026F 1,73x

KHUYẾN NGHỊ

Không mua mới

Chốt lời từng phần

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 10.156 tỷ (khoảng 7.165 – 13.184 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 30.833 tỷ, EPS 6.158 đ.

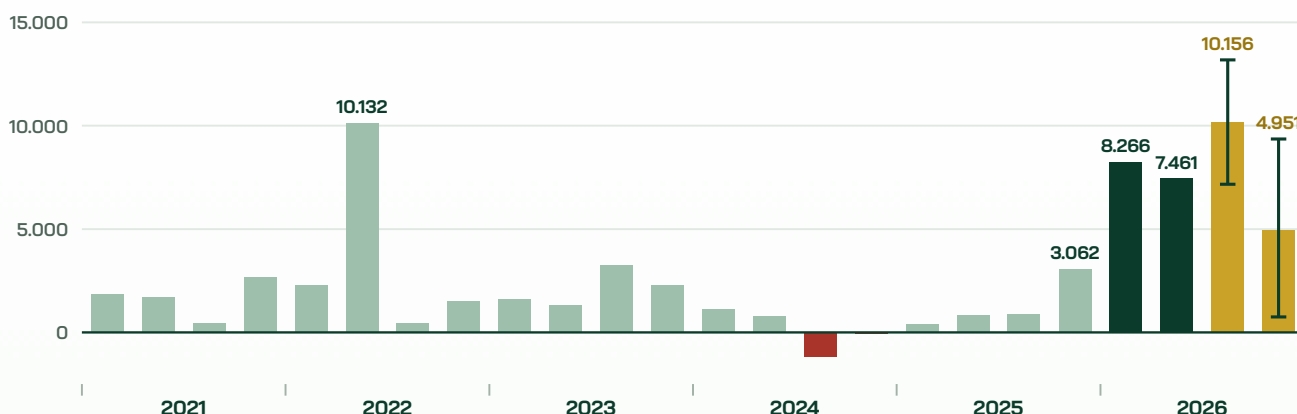
Năm 2027 lợi nhuận giảm mạnh về khoảng 8.744 tỷ: nhà máy dừng khoảng 50 ngày để bảo dưỡng tổng thể và biên lọc trở về gần mức bình thường. Dự án nâng cấp mở rộng (NCMR, 36.397 tỷ, vận hành thực tế khoảng cuối 2029) chủ yếu mang tính phòng thủ: IRR cơ sở 8,7%, thấp hơn chi phí vốn 11%. Giá trị thật của dự án nằm ở khả năng lọc Euro V và mở rộng nguồn dầu. Ở giá 30.400 đ, P/E 2026F chỉ 4,9x, 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.

1 Dự báo lợi nhuận

LNST hợp nhất BSR theo quý

Thực tế 2026 Lỗ Dự báo Khoảng thấp – cao

Tỷ đồng



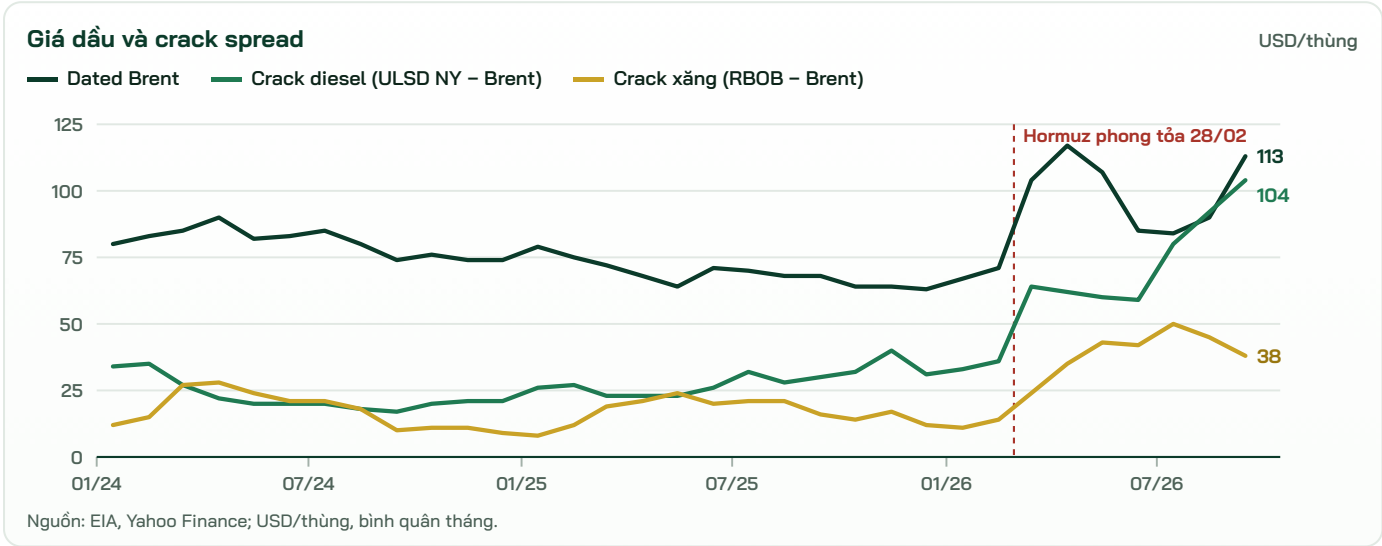
Nguồn: kho AAS – BCTC hợp nhất BSR; dự báo AAS.

Tỷ đồng	Q3/2026F	Q4/2026F	2026F	2027F	2028F	2030F
LNST, cơ sở	10.156	4.951	30.833	8.744	7.460	6.846
so cùng kỳ	+1018%	+62%	+491%	-72%	-15%	–

Tỷ đồng	Q3/2026F	Q4/2026F	2026F	2027F	2028F	2030F
LNST thấp – cao	7.165 – 13.184	751 – 9.353	23.643 – 38.264	3.436 – 15.820	3.358 – 12.930	3.906 – 11.256
LN gộp mỗi thùng (USD)	30,6	15,1	–	8,0	6,0	5,0
Sản lượng (triệu tấn)	1,97	1,97	–	6,9	8,0	8,6
EPS (đ)	2.028	989	6.158	1.746	1.490	1.367

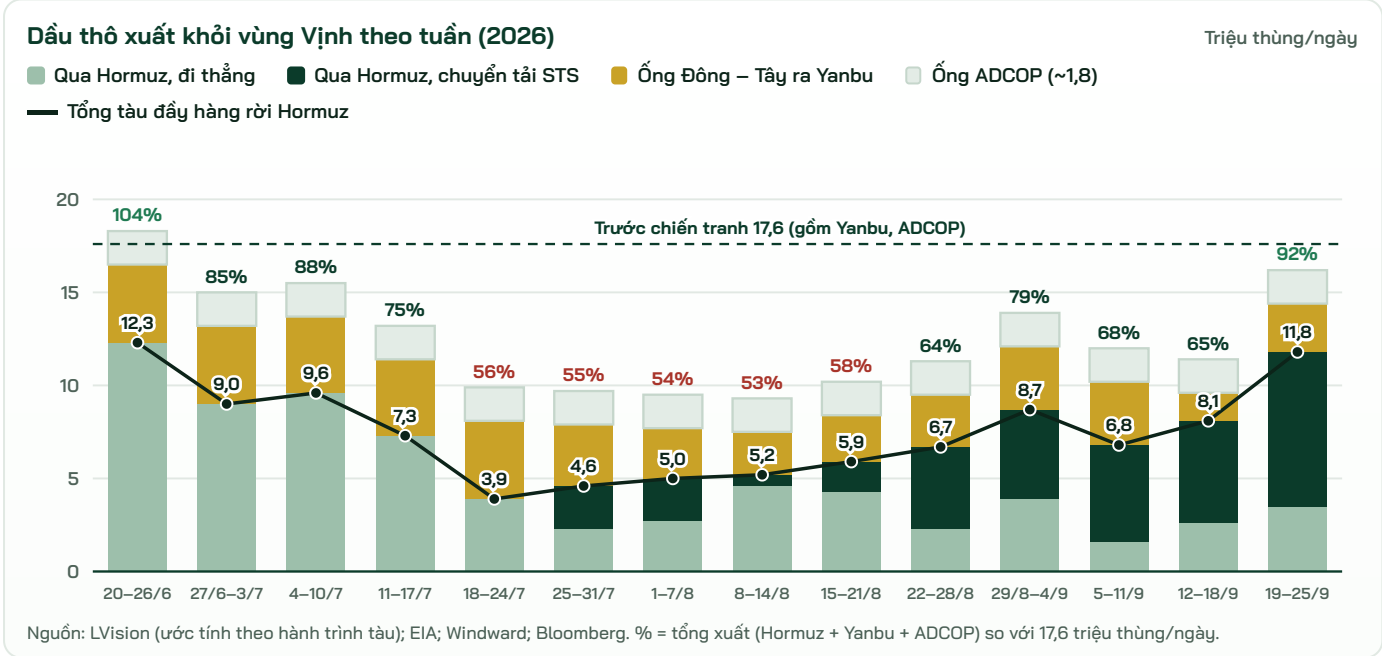
2

Động lực: giá dầu, crack spread và hiệu ứng tồn kho



I

Cập nhật Hormuz: dầu thô xuất khỏi vùng Vịnh theo tuần

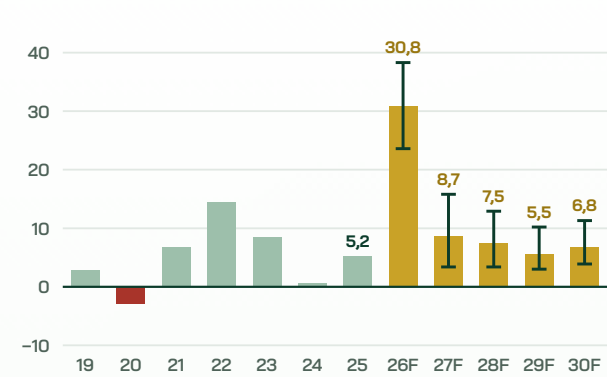


- ◆ **Dầu thô phục hồi nhanh.** Tuần 19 – 25/09, lượng dầu thô trên tàu đầy hàng rời Hormuz đạt 11,8 triệu thùng/ngày (bằng 79% mức 15,0 của năm 2025 theo EIA), trong đó 8,3 triệu thùng qua chuyển tải STS. Cộng ổng Yanbu (2,5) và ADCOP (khoảng 1,8), tổng xuất đạt 92% công suất trước chiến tranh (17,6). 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). Bloomberg (10/09) cho biết 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 lợi: 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 (Ruweis, 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 căng thẳng vẫn cao và dòng chảy mong manh.

Cầu nối LN gộp mỗi thùng từ Q2

USD/thùng	Q3/2026F	Q4/2026F
Mốc Q2 (lãi)	27,7	27,7
Crack xăng	-3,8	-5,1
Crack gasoil	+2,0	-2,0
Hiệu ứng tồn kho	+5,3	-2,9
Phụ phí + cước	-1,5	-2,5
Hoàn nhập dự phòng	+0,8	+0,0
LN gộp mỗi thùng	30,6	15,1

LNST theo năm (nghìn tỷ đồng)



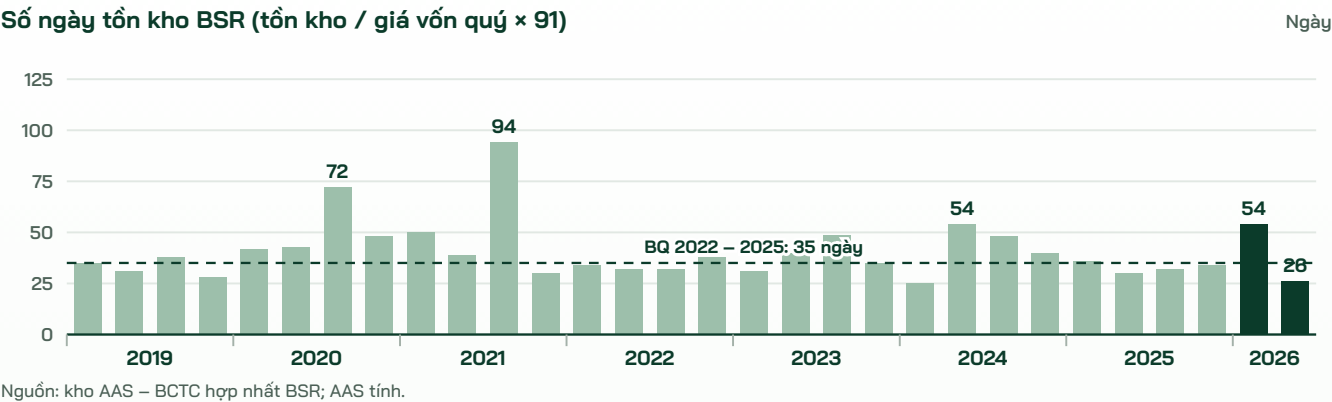
3 Nguồn dầu thô: đa dạng hóa và Just-in-Case

Nguồn	Thỏa thuận / chuyển 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	Chuyển 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	Chuyển 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

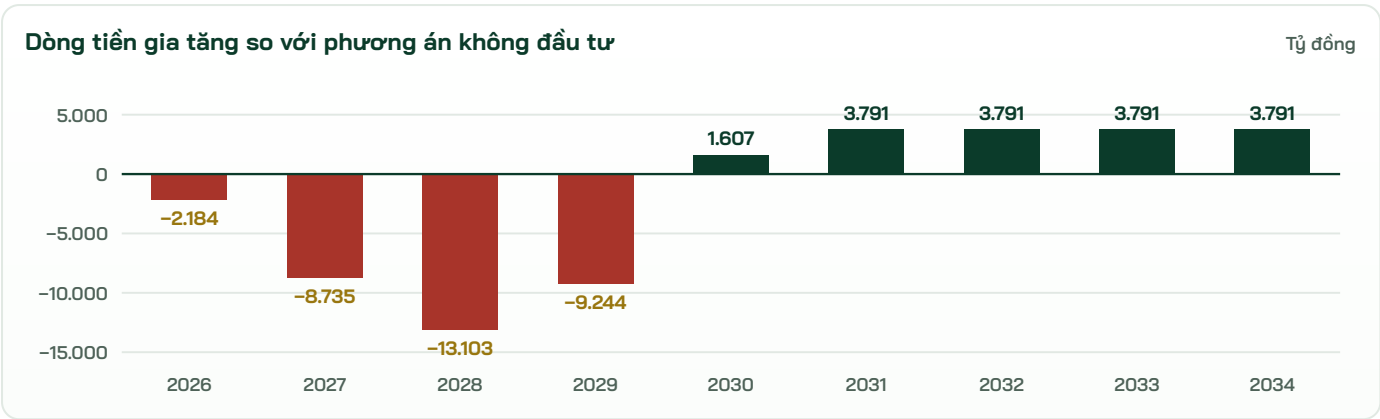
Từ Just-in-Time sang Just-in-Case: dầu thô là tài sản chiến lược. Khi lưu lượng qua Hormuz giảm từ 20 xuống khoảng 9 triệu thùng/ngày, logic tồn kho tối thiểu bị đảo ngược: nhà máy nào giữ được nguồn dầu thì bán được sản phẩm với crack kỷ lục.

- ♦ 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%.



4 Dự án nâng cấp mở rộng Dung Quất (NCMR)

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 lắp ~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 đầu nối NCMR



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 đất), 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.

4 NCMR (tiếp): lợi ích biên và NPV toàn dự án

Lợi ích biên là gì

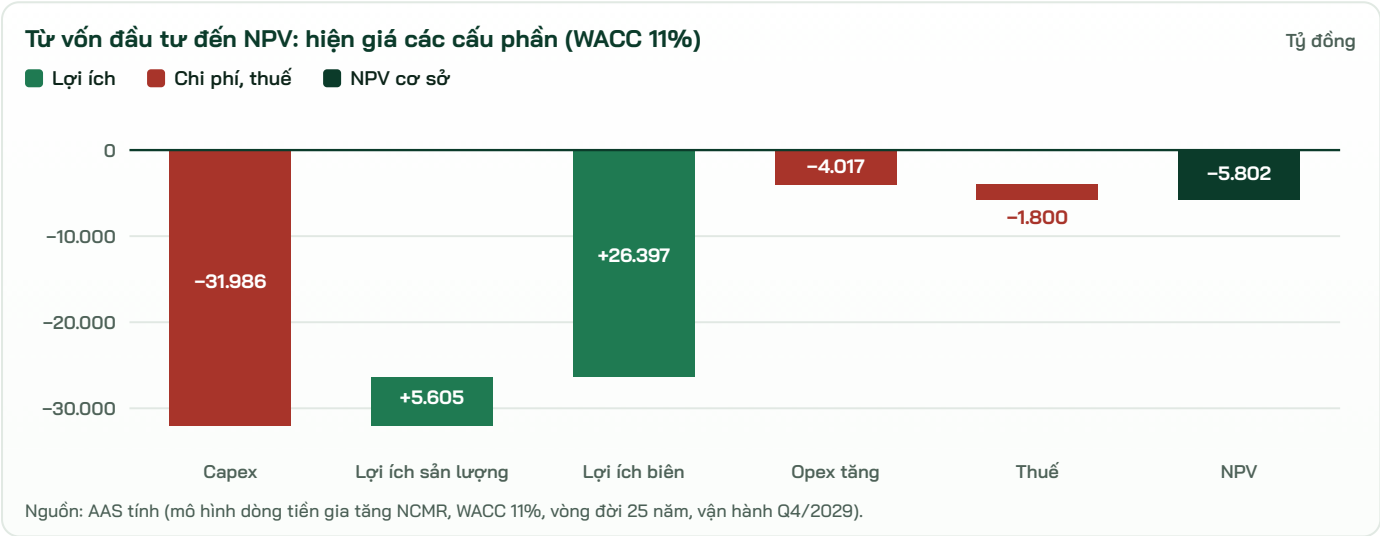
NCMR đem lại hai loại lợi ích. Lợi ích sản lượng chỉ tính trên phần sản lượng tăng thêm, và phần này nhỏ vì nhà máy hiện đã chạy vượt công suất thiết kế. Lợi ích biên là lợi nhuận thêm trên mỗi thùng của toàn nhà máy nhờ cấu hình tốt hơn: mua được dầu chua/nặng rẻ hơn (trần lưu huỳnh 0,12% → 0,34%) và 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 RESEARCH

Lợi nhuận tăng nhưng chưa tạo giá trị.

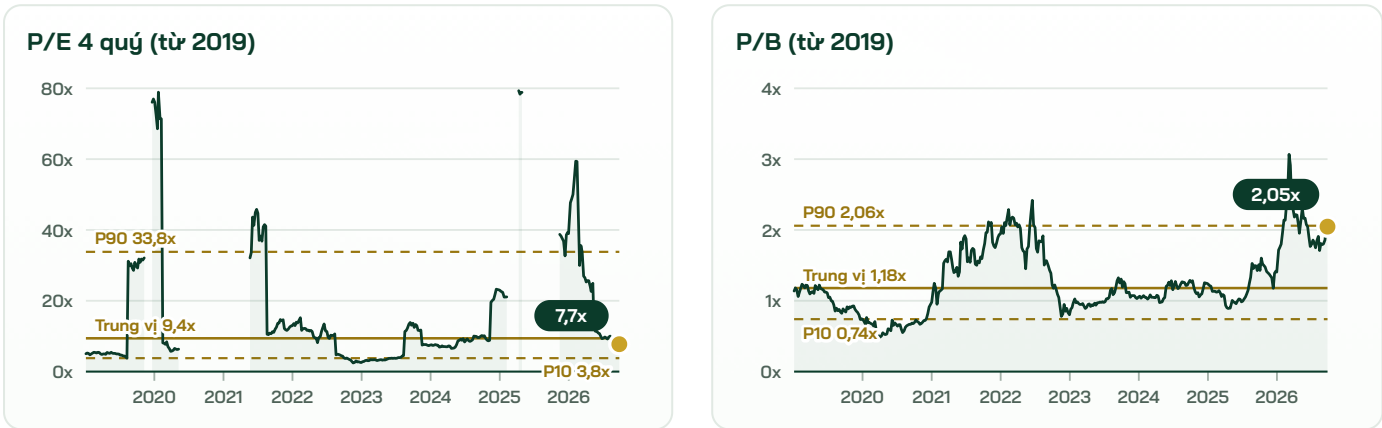
- ◆ **Lợi nhuận kế toán tăng.** LNST tăng thêm khoảng 1.536 – 1.749 tỷ/năm từ 2030, tức EPS +307 – 349 đ.
- ◆ **Nhưng tỷ suất trên vốn thấp hơn chi phí vốn.** EBIT sau thuế khoảng 2.335 tỷ/năm trên 36.397 tỷ vốn, tức ROIC 6,4%, thấp hơn WACC 11%. Lợi nhuận có tăng, nhưng vốn bỏ ra để có mức tăng đó quá 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).

5 Định giá và đề xuất



Nguồn: kho AAS, giá điều chỉnh BSR; AAS tính. Đường liên vàng: trung vị; nét đứt: phân vị 10% và 90%.

Cách định giá	Giá định	Nghìn đ	So với giá
P/B trung vị từ 2019 × BVPS 2026F	1,18x × 17.562	20,8	-32%
LN chuẩn hóa cơ sở × P/E 10 + LN vượt chuẩn 2026 + NPV NCMR	6.500 × 10 + 24.333 – 5.802 tỷ	16,7	-45%
Như trên, kịch bản cao (LN gộp 7,5 USD/thùng, P/E 12)	10.000 × 12 + 28.264 – 5.802 tỷ	28,5	-6%
P/B phân vị 75% × BVPS 2026F	1,64x × 17.562	28,8	-5%
P/B phân vị 90% × BVPS 2026F (kịch bản cao)	2,06x × 19.046	39,3	+29%

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).

KHUYẾN NGHỊ

Không mua mới

ĐÁNH GIÁ LẠI NẾU

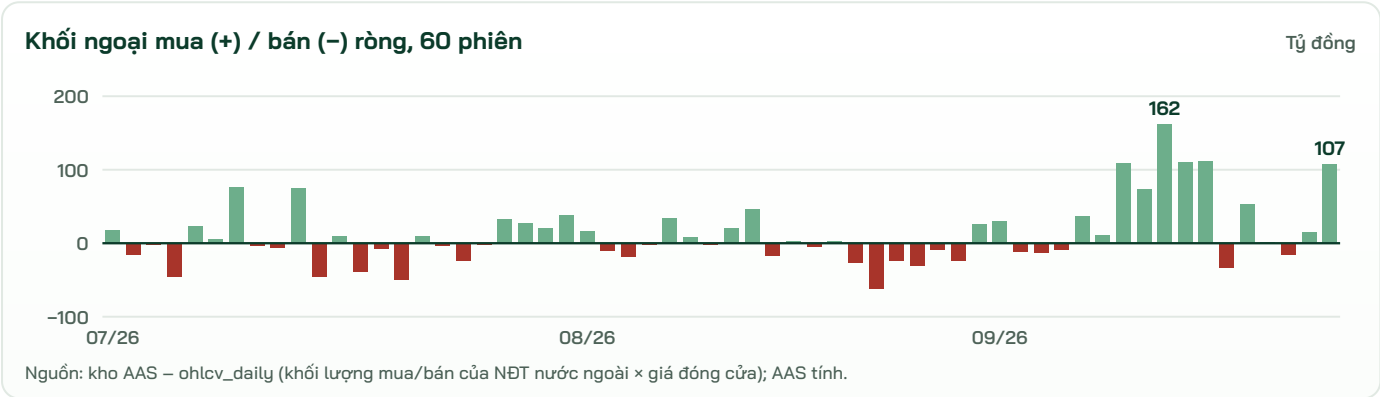
Hormuz đóng sang 2027; crack gasoil > 60 USD

ĐANG NẮM GIỮ

Chốt lời từng phần quanh KQKD Q3

VÙNG MUA LẠI

20 – 22 nghìn đ



Mức	Nghìn đ	Căn cứ	P/B theo BVPS Q3/26F
Kháng cự 1	32,1	Đỉnh 60 phiên (21/09/2026)	1,94x
Kháng cự 2	37,4	Đỉnh 04/03/2026 (giá điều chỉnh)	2,26x
Giá hiện tại	30,4	RSI 14: 62; MACD trên đường tín hiệu	1,83x
Hỗ trợ 1	28,7	MA20; vùng bứt phá 14 – 15/09	1,73x
Hỗ trợ 2	26,2 – 26,7	Nền tháng 8 – 9, MA50	1,60x
Hỗ trợ 3	25,2	MA200 (dốc lên 5,4%/tháng)	1,52x

GIAO DỊCH NGẮN HẠN (THEO TÍN HIỆU DÒNG TIỀN)

Mua

CHỐT LỜI

Khi ra tin lãi kỷ lục Q3/2026 (số ước 9 tháng đầu tháng 10 hoặc BTC khoảng 20/10)

Backtest nhóm Dòng tiền (tái lập từ ChamDiemTinHieu v7.5)

KL bùng nổ + nền tăng, KL TB5 > TB20, OBV > MA20 và MFI > 50.

Điều kiện (BSR, 03/2018 – 09/2026)	Số phiên	LN 20 phiên (trung vị)	Tỷ lệ tăng	60 phiên (trung vị)
Mọi phiên (mốc so sánh)	2113	+0,0%	49%	+0,8%
Nhóm Dòng tiền ≥ 9/12	155	+0,0%	50%	+2,3%
Dòng tiền ≥ 9 và giá > MA200	89	+7,8%	60%	+10,9%
Dòng tiền ≥ 9 và khối ngoại mua ròng 20 phiên	70	+0,3%	50%	+6,1%
Dòng tiền ≥ 9 và > MA200: 27 đợt độc lập	27	+0,0%	48%	+12,1%

Giá BSR quanh ngày công bố BCTC quý (2018 – 2026)

Nhóm quý	Số quý	15 phiên trước BCTC (so VNI)	Tỷ lệ tăng	20 phiên sau (so VNI)	Tỷ lệ tăng	60 phiên sau
Tất cả các quý 2018 – 2026	32	-1,7%	44%	+1,8%	56%	-0,4%
Quý LN tăng so với quý trước	18	-2,3%	39%	+1,8%	61%	+1,9%
Quý LN ≥ 3.000 tỷ	5	-1,1%	40%	+7,6%	60%	-5,8%

Quý	BCTC (ước)	LNST	15 phiên trước (so VNI)	20 phiên sau (so VNI)	60 phiên sau
Q4/2021 – kỷ lục khi đó	2022-02-07	2.675	+16,8%	+9,2%	-18,9%
Q2/2022 – kỷ lục 10.132 tỷ	2022-07-20	10.132	-12,0%	-7,6%	-17,6%
Q3/2023	2023-10-20	3.235	-1,1%	-9,5%	-11,1%
Q4/2025 – đầu chu kỳ Hormuz	2026-01-30	3.062	+15,8%	+68,8%	+19,2%
Q1/2026 – 8.266 tỷ	2026-04-20	8.266	-20,8%	+14,1%	-0,6%
Q2/2026 – 7.461 tỷ	2026-07-20	7.461	+7,0%	+7,6%	–

Ngày BCTC ước theo lịch: ngày 20 tháng sau quý (Q4: 30/01). Lợi nhuận so với VN-Index là chênh lệch lợi suất.

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