

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR)

BÁN -22,5%

Ngành	Hóa dầu
Ngày báo cáo	28/08/2025
Giá hiện tại	25.950 VND
Giá mục tiêu	20.100 VND
GMT gần nhất	21.200 VND
TL tăng	-22,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	-22,5%

GT vốn hóa	80,6 nghìn tỷ đồng
Room KN	39 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	494 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	92%
SL cổ phiếu lưu hành	3,1 tỷ
Pha loãng	3,1 tỷ

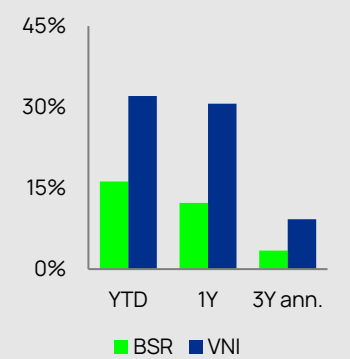
	BSR	Peers*	VNI
P/E (trung)	N.M.	12,3x	15,4x
P/B (ht)	1,4x	0,9x	2,1x
ROE	-0,1%	-5,2%	13,3%
ROA	-0,1%	-3,0%	2,0%

* Các CT cùng ngành trong khu vực

Tổng quan công ty

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

Đinh Thị Thủy Dương
Phó giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	123.027	125.861	129.323	131.906
Doanh thu % YoY	-17%	2%	3%	2%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	631	2.968	3.926	4.189
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	-93%	370%	32%	7%
EPS % YoY	-92,7%	370,2%	32,3%	6,7%
Biên LN gộp	0,4%	2,7%	3,4%	4,0%
Biên LN ròng	0,5%	2,4%	3,0%	3,2%
ROE	1,1%	5,2%	6,5%	6,7%
Nợ vay ròng/CSH	-48,9%	-47,8%	-32,0%	-5,4%
Lợi suất cổ tức	0,0%	1,2%	2,7%	2,7%
DPS (VND)	0	300	700	700
P/E	127,5x	27,1x	20,5x	19,2x
P/B	1,4x	1,4x	1,3x	1,3x
EV/EBITDA	35,6x	12,2x	9,2x	8,6x

Lợi nhuận tiếp tục phục hồi, nhưng định giá đã đi trước khá xa

- Chúng tôi giảm 5% giá mục tiêu cho CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR) xuống 20.100 đồng/cổ phiếu và điều chỉnh khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống BÁN, do giá cổ phiếu BSR đã tăng 40% kể từ báo cáo tháng 11/2024 của chúng tôi. Giá mục tiêu thấp hơn phản ánh (1) mức giảm 28% trong dự phóng tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025–2029 (với mức giảm tương ứng 45%/29%/22%/24%/22% cho dự báo các năm 2025–2029), ảnh hưởng (2) tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá của chúng tôi từ cuối năm 2025 sang giữa năm 2026.
- Dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS thấp hơn chủ yếu do (1) mức giảm 19–40% trong các giả định crack spread, sau khi crack spread tại Platts Singapore yếu hơn kỳ vọng và chênh lệch cung–cầu sản phẩm lọc hóa dầu thu hẹp. Điều này ảnh hưởng tác động tích cực từ (2) mức tăng 5% trong sản lượng bán hàng, khi kết quả sơ bộ 8 tháng đầu năm 2025 tương ứng với hiệu suất hoạt động 120% (so với dự phóng trước đó của chúng tôi là 113%).
- Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 4,7 lần YoY, nhờ mức tăng 20% trong sản lượng bán hàng khi BSR hoạt động với 100% công suất (so với 88% trong năm 2024) và tăng hiệu suất lên 118% (so với 106%) sau đợt bảo dưỡng vào tháng 5/2024, bù đắp cho mức giảm 19% của giá dầu Brent. Trong năm 2026, chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS tăng 32% YoY, được hỗ trợ bởi giá dầu ổn định so với cùng kỳ, điều này sẽ giúp ổn định chi phí hàng tồn kho so với sự biến động mạnh trong năm 2025 đã làm giảm biên lợi nhuận.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của BSR sẽ được hưởng lợi từ việc nâng cấp & mở rộng vào năm 2028, giúp tăng sản lượng 15%. Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2029 đạt 5,6 nghìn tỷ đồng, tương ứng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 17% trong giai đoạn 2025–2029.
- BSR có định giá khá cao, với EV/EBITDA dự phóng các năm 2025/26 lần lượt là 12,2 lần/9,2 lần (thể hiện qua EV/EBITDA cao hơn 65%/24% so với mức bình quân 10 năm của một số công ty cùng ngành trong khu vực). P/E dự phóng năm 2026 là 19,2 lần, cũng cao hơn 26% so với P/E bình quân của chính BSR kể từ năm 2019.
- Yếu tố hỗ trợ:** Khả năng được đưa vào rổ VN30 Index (tháng 1/2026), và kế hoạch tăng vốn điều lệ 61% thông qua cổ tức bằng cổ phiếu (tháng 11/2025); **Rủi ro:** Diễn biến giá dầu bất lợi gây áp lực đối với crack spread và/hoặc khiến công ty trích lập dự phòng hàng tồn kho.

Thị trường lọc dầu được kỳ vọng kém thuận lợi hơn trong giai đoạn 2025–26 so với năm 2024 nhưng vẫn tích cực hơn giai đoạn trước đại dịch. Trong 6T 2025, crack spread giảm 4–30% YoY, hạ nhiệt so với mức đỉnh trong năm 2022 nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với giai đoạn 2017–2019. Trong tương lai, chênh lệch cung–cầu toàn cầu (tình trạng thiếu cung) được dự báo giảm còn 2,3 triệu thùng/ngày trong 2025–26 (so với 2,7 triệu thùng/ngày vào năm 2024 và 3,1 triệu thùng/ngày theo dự báo tháng 11/2024), chủ yếu do OPEC+ dỡ bỏ hoàn toàn cắt giảm sản lượng 2,2 triệu thùng/ngày kể từ 09/2025. Dù vậy, mức chênh lệch vẫn nhỉnh hơn mức trung bình giai đoạn 2017–2019 là 2,2 triệu thùng/ngày, tương ứng crack spread sẽ duy trì khả quan.

BSR đang ở giai đoạn cuối của kế hoạch tăng vốn điều lệ. Công ty đang thu thập ý kiến của cổ đông để tăng vốn thêm 61% lên 50 nghìn tỷ đồng thông qua cổ tức bằng cổ phiếu, thu thập ý kiến dự kiến sẽ được hoàn tất trước ngày 30/09/25. Nguồn vốn thu được sẽ chủ yếu phục vụ dự án nâng cấp Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Ban lãnh đạo xem đây là bước then chốt để mở rộng công suất và bảo đảm tăng trưởng dài hạn. Ngoài ra, vào ngày 15/07/2025, BSR đã phê duyệt FEED cập nhật và ước tính vốn XD CB. Công ty cũng đã hoàn tất và nộp hồ sơ mời thầu EPC, với mục tiêu ký hợp đồng vào tháng 12/2025.

Triển vọng năm 2025: LNST sau lợi ích CĐTTS tăng gấp 4 lần nhờ sản lượng bán hàng tăng

Hình 1: Dự báo năm 2025 (1)

	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới/cũ	Giải thích: (1) Tăng trưởng YoY (2) Dự báo mới so với dự báo trước đây
SẢN LƯỢNG SẢN XUẤT ('000 TẤN)	6.586	7.771	18%	5,0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng BSR sẽ hoạt động với mức hiệu suất tối đa 100% so với mức 88% vào năm 2024 (sau đợt bảo dưỡng tổng thể kéo dài 45 ngày) và chúng tôi dự báo hiệu suất sẽ đạt mức 118% trong năm 2025 (tăng từ mức 106% trong năm 2024) nhờ mức tăng hiệu suất sau đợt bảo dưỡng tổng thể lần thứ 5 vào tháng 5/2024 của BSR. (b) Chủ yếu dựa trên sản lượng sơ bộ 8T đạt 5,2 triệu tấn (+26% YoY; tương đương 70% dự báo 2025 cũ của chúng tôi), phản ánh hiệu suất trung bình ~120% trong 8T 2025.
Sản lượng ('000 tấn)	6.458	7.771	20%	5,0%	
Khí hóa lỏng	372	465	25%	-15,1%	
Xăng A92 & E5	652	718	10%	-30,7%	
Xăng A95	1.870	2.554	37%	38,0%	
Phản lực A1	506	679	34%	53,0%	
Diesel (DO)	2.758	2.960	7%	-7,0%	
Dầu nhiên liệu (FO)	114	198	74%	28,7%	
Poly propylene (PP)	146	194	33%	4,9%	
Khác	1	3	106%	79,6%	
GIÁ ĐẦU VÀO (USD/thùng)					
Dầu Brent (USD/thùng)	80	65	-19%	-7,1%	(a & b) Chúng tôi hạ giả định giá dầu Brent như đã nêu trong Báo cáo Ngành Năng lượng ngày 25/04/2025.
Giá dầu thô gia quyền của BSR (USD/thùng)	86	71	-17%	-6,7%	
GIÁ ĐẦU RA CỦA BSR (USD/thùng)					
Khí hóa lỏng (USD/tấn)	710	595	-16%	-7,2%	
Xăng A92 & E5	92	76	-18%	-9,9%	
Xăng A95	95	78	-18%	-10,0%	
Nhiên liệu phản lực A1	98	81	-18%	-8,4%	
Dầu diesel (DO)	95	79	-17%	-9,7%	
Dầu nhiên liệu (FO) (USD/tấn)	526	417	-21%	-7,6%	
Poly propylene (PP) (USD/tấn)	963	963	0%	-3,7%	
CRACK SPREAD CỦA BSR (USD/thùng)					
Xăng A92 & E5	6,1	4,8	-22%	-40,2%	(a) Phản ánh điều kiện thị trường dầu kém thuận lợi: (1) giá dầu Brent giảm 19% YoY, khiến chi phí hàng tồn kho cao hơn và biên lợi nhuận giảm; và (2) chênh lệch cung-cầu sản phẩm lọc dầu thu hẹp xuống 2,3 triệu thùng/ngày (so với 2,7 triệu thùng/ngày trong năm 2024) (Hình 21).
Xăng A95	9,2	6,5	-29%	-35,3%	(b) Chúng tôi giảm crack spread xăng do kết quả 6T 2025.
Nhiên liệu phản lực A1	12,1	9,7	-20%	-19,0%	
Dầu diesel (DO)	8,7	7,7	-11%	-30,0%	

Nguồn: BSR, Vietcap ước tính

Hình 2: Dự báo năm 2025 (2)

VND bn	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo mới/cũ	Giải thích (1) Tăng trưởng YoY (2) Dự báo mới so với dự báo trước đây
Doanh thu	123.027	125.861	2%	-2,9%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 20% YoY của sản lượng bán hàng, lần át (2) mức giảm 19% YoY của giá định giá dầu Brent
Khí hóa lỏng	6.608	7.068	7%	-19,6%	
Xăng A92 & E5	13.046	12.078	-7%	-36,3%	
Xăng A95	37.633	42.782	14%	26,7%	
Kerosene/JET A1	10.077	11.377	13%	42,9%	
Dầu diesel (DO)	49.930	45.527	-9%	-14,3%	
Dầu nhiên liệu (FO)	1.496	2.111	41%	21,3%	
Poly propylene (PP)	3.527	4.773	35%	3,0%	
Khác	711	146	-79%	-77,4%	
Giá vốn hàng bán	-122.536	-122.516	0%	-0,5%	
Lợi nhuận gộp	491	3.345	581%	-48,5%	(a) Phục hồi mạnh chủ yếu nhờ (1) sản lượng bán tăng 20% YoY sau khi tăng tốc vận hành hậu đại tu, và (2) biên LN gộp cải thiện +2,7 điểm % YoY lên 3,1% nhờ chi phí cố định trên mỗi đơn vị giảm, bù đắp (3) mức giảm 19% YoY của giá dầu Brent. (b) Chủ yếu do chúng tôi giảm giá định crack spread đối với BSR, phản ánh kết quả 6T 2025. 6T 2025 đạt 1,4 nghìn tỷ đồng (-20% YoY; đạt 22% dự báo 2025 cũ của chúng tôi).
Chi phí bán hàng và marketing	-652	-755	16%	-16,9%	(b) 6T 2025 đạt 346 tỷ đồng (+27% YoY; đạt 38% dự báo 2025 cũ của chúng tôi).
Chi phí quản lý doanh nghiệp (GA)	-561	-629	12%	14,3%	(b) 6T 2025 đạt 316 tỷ đồng (+23% YoY; đạt 57% dự báo 2025 cũ của chúng tôi).
Lợi nhuận từ HĐKD	-722	1.961	-371%	-61,0%	
Thu nhập tài chính	2.230	1.816	-19%	26,9%	(a) Do chúng tôi ước tính không ghi nhận thu nhập bất thường trong năm 2025, so với 390 tỷ đồng ghi nhận từ việc hợp nhất BSR-BF trước đây. Ngoài ra, thu nhập lãi dự kiến giảm khi BSR bắt đầu giải ngân cho dự án nâng cấp & mở rộng. (b) 6T 2025 đạt 910 tỷ đồng (-28% YoY; đạt 64% dự báo 2025 cũ của chúng tôi).
Chi phí tài chính	-800	-488	-39%	-13,5%	(a) Chúng tôi dự báo chi phí tài chính giảm, do kỳ vọng lỗ tỷ giá thấp hơn khi đồng VND dự kiến giảm 2% so với USD (so với 4,8% trong 2024). (b) 6T 2025 đạt 225 tỷ đồng (-43% YoY; đạt 40% dự báo 2025 cũ của chúng tôi).
LNTT	736	3.289	347%	-44,2%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	631	2.968	370%	-44,5%	(a) Chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo phục hồi YoY, được hỗ trợ bởi sản lượng bán tăng 20% YoY, lần át tác động của crack spread giảm (giảm 11-29% YoY). (b) Chúng tôi điều chỉnh giảm LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo chủ yếu do (1) hạ giá định crack spread dựa trên kết quả 6T và (2) hạ 7% giá định giá dầu Brent xuống 65 USD/thùng (-19% YoY). Giá dầu kém khả quan khiến chi phí hàng tồn kho tăng và biên lợi nhuận giảm.
Δ điểm %					
Biên lợi nhuận gộp	0,4%	2,7%	+2,3		
Chi phí SG&A/Doanh thu	1,0%	1,1%	+0,1		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	-0,6%	1,6%	+2,1		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	0,5%	2,4%	+1,8		

Nguồn: BSR, Vietcap

Triển vọng năm 2026: LNST sau lợi ích CĐTTS phục hồi nhờ giá dầu ổn định

Hình 3: Dự báo năm 2026 (1)

	2025	2026F	YoY	Giải thích cho tăng trưởng YoY
SẢN LƯỢNG SẢN XUẤT ('000 TẤN)	7,771	7,771	0%	Chúng tôi dự phóng hiệu suất giữ ổn định ở mức 118%.
Sản lượng ('000 tấn)	7,771	7,771	0%	
Khí hóa lỏng	465	465	0%	
Xăng A92 & E5	718	718	0%	
Xăng A95	2,554	2,554	0%	
Phản lực A1	679	679	0%	
Diesel (DO)	2,960	2,960	0%	
Dầu nhiên liệu (FO)	198	198	0%	
Poly propylene (PP)	194	194	0%	
Khác	3	3	0%	
GIÁ ĐẦU VÀO (USD/thùng)				
Dầu Brent (USD/thùng)	65	65	0%	Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent đi ngang YoY, như đã nêu trong Báo cáo Ngành Năng lượng ngày 25/04/2025.
Giá dầu thô gia quyền của BSR (USD/thùng)	71	72	1%	
GIÁ ĐẦU RA CỦA BSR (USD/thùng)				
Khí hóa lỏng (USD/tấn)	595	595	0%	
Xăng A92 & E5	76	77	1%	
Xăng A95	78	78	1%	
Nhiên liệu phản lực A1	81	82	1%	
Dầu diesel (DO)	79	80	1%	
Dầu nhiên liệu (FO) (USD/tấn)	417	416	0%	
Poly propylene (PP) (USD/tấn)	963	963	0%	
CRACK SPREAD CỦA BSR (USD/thùng)				
Xăng A92 & E5	4.8	4.8	0%	Chúng tôi kỳ vọng crack spread đi ngang YoY, do chênh lệch cung-cầu sản phẩm lọc dầu năm 2026 duy trì ở mức 2,3 triệu thùng/ngày (đi ngang YoY so với 2025).
Xăng A95	6.5	6.5	0%	
Nhiên liệu phản lực A1	9.7	9.7	0%	
Dầu diesel (DO)	7.7	7.7	0%	

Nguồn: BSR, Vietcap ước tính

Hình 4: Dự báo năm 2026 (2)

Tỷ đồng	2025	2026F	YoY	Giải thích cho tăng trưởng YoY
Doanh thu	125.861	129.323	3%	Chủ yếu do chúng tôi giả định đồng VND giảm 2% so với đồng USD.
Khí hóa lỏng	7.068	7.209	2%	
Xăng A92 & E5	12.078	12.426	3%	
Xăng A95	42.782	44.006	3%	
Kerosene/JET A1	11.377	11.699	3%	
Dầu diesel (DO)	45.527	46.824	3%	
Dầu nhiên liệu (FO)	2.111	2.145	2%	
Poly propylene (PP)	4.773	4.868	2%	
Khác	146	146	0%	
Giá vốn hàng bán	-122.516	-124.909	2%	Chúng tôi dự báo không ghi nhận trích lập dự phòng hàng tồn kho trong năm 2026 so với 1 nghìn tỷ đồng trong 2025 (phản ánh mức giảm 19% YoY của giá dầu bình quân năm 2025). Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent ít biến động hơn, qua đó giúp BSR ổn định chi phí hàng tồn kho so với mức biến động mạnh trong năm 2025 đã khiến biên lợi nhuận giảm.
Lợi nhuận gộp	3.345	4.413	32%	
Chi phí bán hàng và marketing	-755	-776	3%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp (GA)	-629	-647	3%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.961	2.991	53%	
Thu nhập tài chính	1.816	1.775	-2%	
Chi phí tài chính	-488	-414	-15%	
LNTT	3.289	4.351	32%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	2.968	3.926	32%	Chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo sẽ phục hồi YoY, được hỗ trợ bởi biến động giá dầu Brent giảm, qua đó giúp BSR ổn định chi phí hàng tồn kho so với biến động mạnh trong 6T 2025 đã khiến biên lợi nhuận giảm. Trước đó, LNST sau lợi ích CĐTS bình quân của BSR đạt 5,0 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2015-2019 (mức trước COVID). Với chênh lệch cung-cầu sản phẩm lọc dầu ở mức 2,3 3 triệu thùng/ngày, vẫn cao hơn mức trung bình trước đại dịch là 2,2 3 triệu thùng/ngày, chúng tôi tin rằng mức lợi nhuận này là khả thi.
Δ điểm %				
Biên lợi nhuận gộp	2,7%	3,5%	+0,8	
Chi phí SG&A/Doanh thu	1,1%	1,1%	+0,0	
Biên lợi nhuận từ HĐKD	1,6%	2,3%	+0,8	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	2,4%	3,0%	+0,7	

Nguồn: BSR, Vietcap

Những thay đổi trong dự báo dài hạn

Chúng tôi điều chỉnh giảm 23,6% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025-2029, chủ yếu do (1) chúng tôi điều chỉnh giảm crack spread giả định xuống 19-40% cho giai đoạn 2025-2029, mức giảm này lớn hơn tác động từ (2) sản lượng bán hàng tăng 5%. Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định crack spread để phản ánh crack spread thấp hơn dự kiến của Platts Singapore và thị trường lọc dầu kém thuận lợi hơn khi chênh lệch cung - cầu bị thu hẹp. Ngược lại, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo sản lượng bán hàng đạt 5,2 triệu tấn (+26% YoY; tương đương 70% dự báo năm 2025 trước đó) dựa trên số liệu sơ bộ trong 8T 2025. Diễn biến này phản ánh hiệu suất hoạt động trung bình 8T 2025 đạt 120% (so với dự phóng trước đó của chúng tôi là 113%).

Hình 5: Dự báo giai đoạn 2025-2029 (USD/thùng)

Dự báo trước đây	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Tổng hợp giai đoạn 2025-29F
Dầu Brent*	80	70	70	70	69	69	
Crack spread dầu diesel	10,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	13,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	
Crack spread xăng RON92	7,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	
Crack spread xăng RON95	9,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	
LNST sau lợi ích CĐTTS (tỷ đồng)	1,300	5,345	5,538	5,364	5,401	7,228	28,877

Dự báo điều chỉnh	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Tổng hợp giai đoạn 2025-29F
Dầu Brent	80	65	65	65	65	65	
Crack spread dầu diesel	8,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	12,1	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	
Crack spread xăng RON92	6,1	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	
Crack spread xăng RON95	9,2	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	
LNST sau lợi ích CĐTTS (tỷ đồng)	631	2,968	3,926	4,189	4,131	5,609	20,823

% thay đổi giữa dự báo trước đây và dự báo điều chỉnh	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Tổng hợp giai đoạn 2025-29F
Brent*	-0,2%	-7,1%	-7,1%	-7,1%	-5,8%	-5,8%	
Crack spread dầu diesel	-13,1%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	
Crack spread nhiên liệu phản lực A1	-7,1%	-19,0%	-19,0%	-19,0%	-19,0%	-19,0%	
Crack spread xăng RON92	-12,4%	-40,2%	-40,2%	-40,2%	-40,2%	-40,2%	
Crack spread xăng RON95	1,8%	-35,3%	-35,3%	-35,3%	-35,3%	-35,3%	
LNST sau lợi ích CĐTTS	-51,5%	-44,5%	-29,1%	-21,9%	-23,5%	-22,4%	-27,9%

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 cập nhật ngành dầu khí của chúng tôi, ngày 25/04/2025.

Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng 100% phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT) để đưa ra mức giá mục tiêu cho BSR. Chúng tôi cho rằng phương pháp P/E hiện không phù hợp vì 1) lợi nhuận của BSR và các công ty cùng ngành trong khu vực biến động mạnh do diễn biến của giá dầu và crack spread và 2) do BSR sẽ trải qua chu kỳ vốn đầu tư lớn trong 5 năm tới và điều đó sẽ làm giảm dòng tiền tự do và lợi nhuận của công ty.

Chúng tôi giảm 5,2% giá mục tiêu của chúng tôi đối với BSR xuống mức 20.100 đồng/cổ phiếu và hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống BÁN vì giá cổ phiếu của BSR đã tăng 40% so với Báo cáo cập nhật tháng 11/2024 của chúng tôi. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi phản ánh mức giảm 28% đối với dự báo LNST sau lợi ích CBTS báo cáo giai đoạn 2025-2029 (lần lượt giảm 45%/29%/22%/24%/22% trong giai đoạn 2025-2029), lần át (2) tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ cuối năm 2025 sang giữa năm 2026.

Triển vọng cổ tức tiền mặt: Chúng tôi dự báo BSR sẽ trả cổ tức tiền mặt ở mức 700 đồng/cổ phiếu mỗi năm cho giai đoạn 2023-2027 vì chúng tôi kỳ vọng rằng công ty sẽ giữ lại tiền mặt để phục vụ cho kế hoạch nâng cấp của công ty. Sau khi BSR hoàn thành xong dự án nâng cấp & mở rộng, chúng tôi kỳ vọng rằng công ty sẽ trả cổ tức tiền mặt ở mức 2.000 đồng/cổ phiếu mỗi năm.

Hình 6: Giá mục tiêu

Phương pháp	VND/cổ phiếu
Định giá CKDT với dự báo 10 năm	20.500
Trừ 50% tiền gửi tại Ocean Bank	-400
Giá mục tiêu	20.100
Dự báo P/E năm 2025/2026 tại giá mục tiêu	21,0x và 15,9x
Dự báo EV/EBITDA năm 2025/2026 tại giá mục tiêu	8,0x và 8,0x

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 6**), chúng tôi ước tính chi phí khấu hao hàng năm sẽ tăng trong giai đoạn 2028-2030 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 CKDT (tỷ đồng)

Chi phí vốn	Cũ	Mới	Dự báo DTTD (10 năm)	
Hệ số Beta	1,0	1,0	GTHT của DTTD	13.614
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT của giá trị cuối (0.0% g)	19.227
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%	GTHT của DTTD và GT cuối	32.842
Chi phí vốn cổ phần %	14,0%	14,0%	+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	41.956
Chi phí lãi vay %	8,0%	8,0%	- Nợ	-11.346
Nợ %	32,0%	32,0%	- Lợi ích CBTS	-31
Vốn %	68,0%	68,0%	Giá trị vốn	63.420
Mức thuế DN %	10,0%	10,0%	Cổ phiếu (triệu)	3.100
WACC %	11,8%	11,8%	Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	20.500

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 8: Dòng tiền tự do của BSR

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
LN từ HĐKD	-722	1.961	2.991	3.815	4.622	6.114	6.639	8.443	7.379	8.385	8.100
- Thuế	-145	-329	-435	-464	-458	-622	-691	-889	-800	-908	-894
+ Khấu hao	1.467	2.342	2.348	2.311	4.112	4.112	3.883	1.848	1.848	1.847	1.848
- Vốn XD CB	-521	-2.521	-14.939	-20.284	-129	-150	-150	-150	-129	-150	-150
- Vốn lưu động thay đổi	840	-2.976	1.310	-295	-2.614	506	10	36	-502	501	-2.331
Dòng tiền tự do không có đòn bẩy tài chính	919	-1.524	-8.725	-14.918	5.532	9.960	9.692	9.288	7.796	9.675	6.573
Giá trị HT của DTTD		-1.441	-7.379	-6.452	3.741	6.024	5.242	4.492	3.372	3.742	2.273
GTHT lũy kế của DTTD		-1.441	-8.820	-15.272	-11.530	-5.507	-265	4.227	7.599	11.341	13.614

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Các công ty cùng ngành Thái Lan và Ấn Độ

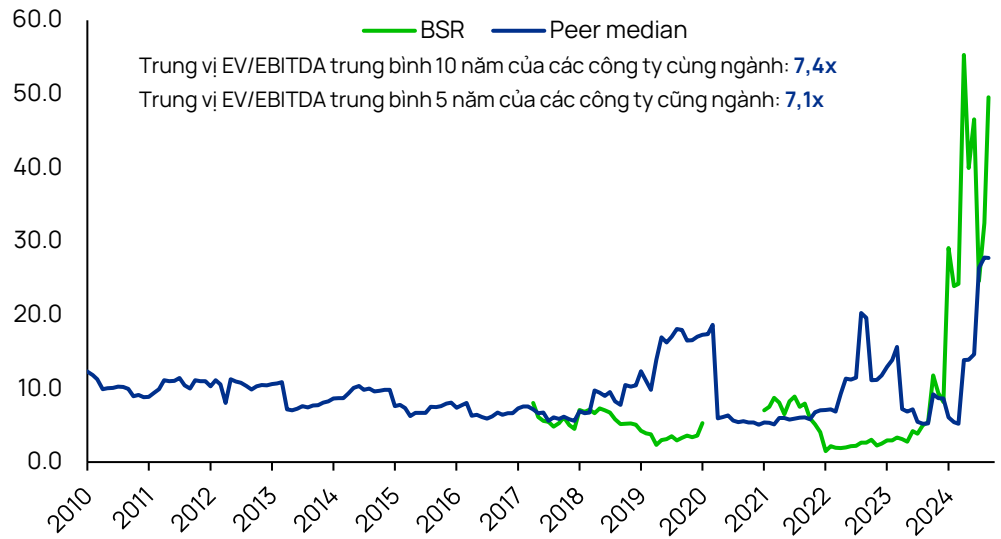
Hình 9: Các công ty cùng ngành Thái Lan và Ấn Độ

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	0,7	8,7	-8	-275	N/A	0,5	88,6	-13,1	1,0	N/A	0,3	40,1
Star Petroleum Refining Pcl	Thái Lan	165	0,6	7,4	-10	-63	N/A	1,8	22,7	-5,2	6,4	N/A	0,6	114,8
Esso Thailand Pcl	Thái Lan	177	N/A	6,5	-11	-135	N/A	1,3	71,1	-17,7	N/A	N/A	N/A	N/A
PTT Global Chemical Pcl	Thái Lan	261	3,8	16,2	-15	-1097	N/A	5,4	83,7	-13,6	1,8	N/A	0,5	51,9
Chennai Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	257	1,1	7,0	-11	25	-92	N/A	33,4	2,5	0,8	46,0	1,2	11,7
Hindustan Petroleum Corp	Ấn Độ	340	9,5	51,1	0	797	-58	N/A	131,2	13,7	2,7	12,3	1,6	8,5
Bharat Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	236	15,6	52,1	-2	1578	-50	N/A	58,1	17,0	3,2	10,1	1,7	6,5
Trung bình		236	5,2	21,3	-8	119	-67	2,2	69,8	-2,3	2,6	22,8	1,0	38,9
Trung Vị		236	2,5	8,7	-10	-63	-58	1,6	71,1	-5,2	2,3	12,3	0,9	25,9
BSR	Việt Nam	140	3,1	5,4	1	-2	N/A	0,4	54,2	-0,1	2,7	N,M	1,4	49,6

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 25/08/2025)

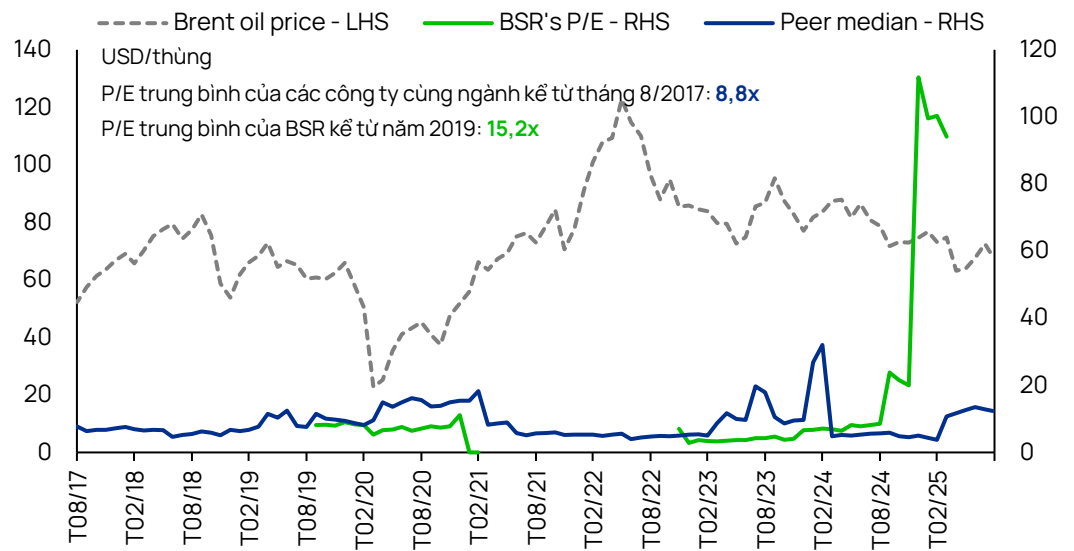
Khi so sánh định giá của BSR với các công ty cùng ngành trong khu vực, chúng tôi tập trung nhiều hơn vào định giá EV/EBITDA vì BSR là một công ty lọc dầu chỉ mới hoạt động được 15 năm. Ngoài ra, có sự khác biệt trong chính sách khấu hao giữa các công ty và BSR sẽ trải qua chu kỳ vốn đầu tư lớn trong 5 năm tới khiến cho tính chính xác của lợi nhuận và tỷ lệ P/E của công ty bị ảnh hưởng. Hiện tại, BSR chủ yếu sản xuất các sản phẩm truyền thống như xăng và dầu diesel, điều này khiến công ty có sự khác biệt so với các công ty cùng ngành có tham gia vào mảng hóa dầu với biên lợi nhuận cao trong khu vực. Ngoài ra, BSR đang nỗ lực thâm nhập vào mảng hóa dầu với dự án nâng cấp và mở rộng trong thời gian tới. Do đó, BSR nên 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 10**, EV/EBITDA trung bình giai đoạn 2015-2024 của các công ty cùng ngành của Thái Lan và Ấn Độ là 7,4 lần.

Hình 10: 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 25/08/2025)

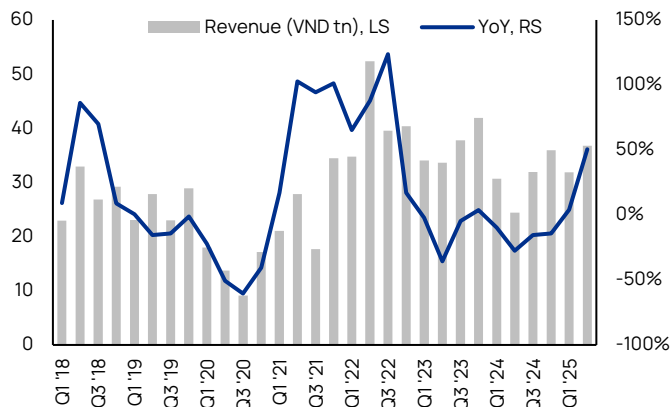
Hình 11: P/E so với các công ty cùng ngành của Thái Lan và Ấn Độ



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính từ ngày 31/08/2017 đến ngày 25/08/2025)

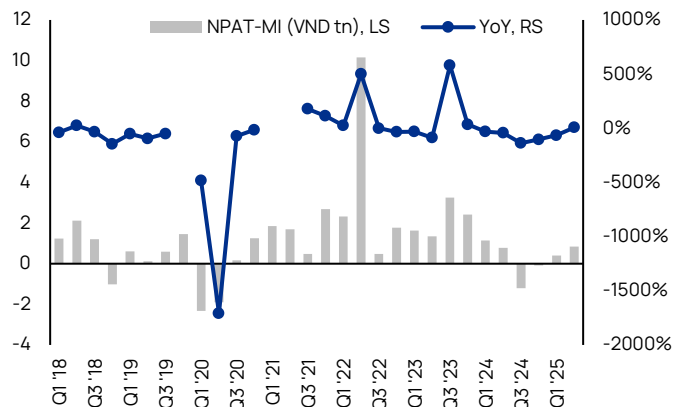
KQKD theo quý của BSR

Hình 12: Doanh thu theo quý, nghìn tỷ đồng



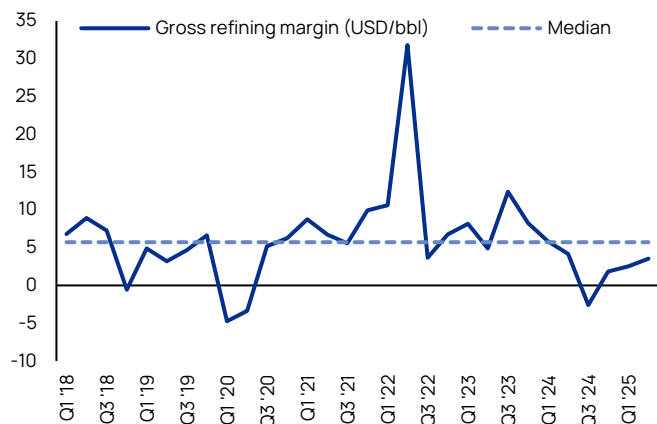
Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 13: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý, nghìn tỷ đồng *



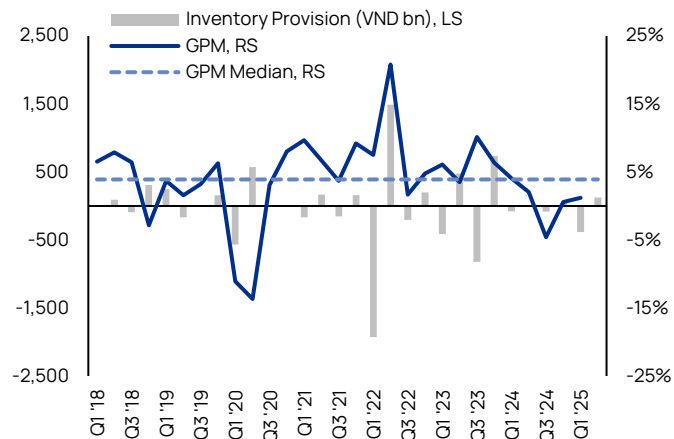
Nguồn: BSR, Vietcap (*N.M. khi so sánh với các khoản lỗ)

Hình 14: Biên lợi nhuận lọc hoá dầu của BSR



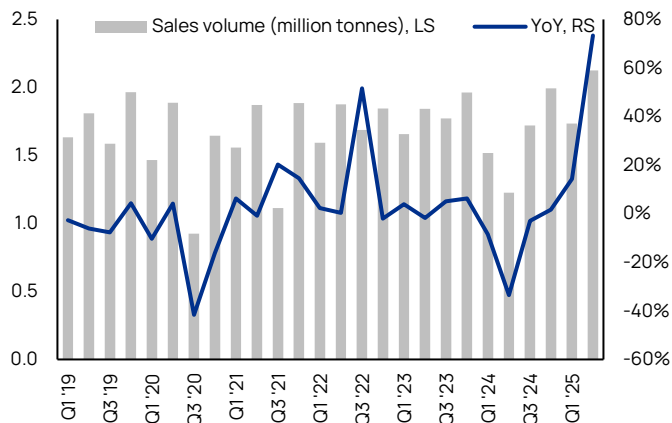
Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 15: Biên lợi nhuận gộp so với dự phòng hàng tồn kho (tỷ đồng)



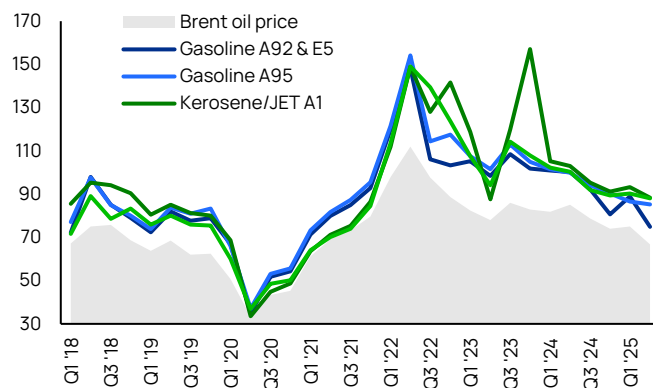
Nguồn: BSR, Vietcap

Hình 16: Sản lượng bán của BSR



Nguồn: BSR, Vietcap

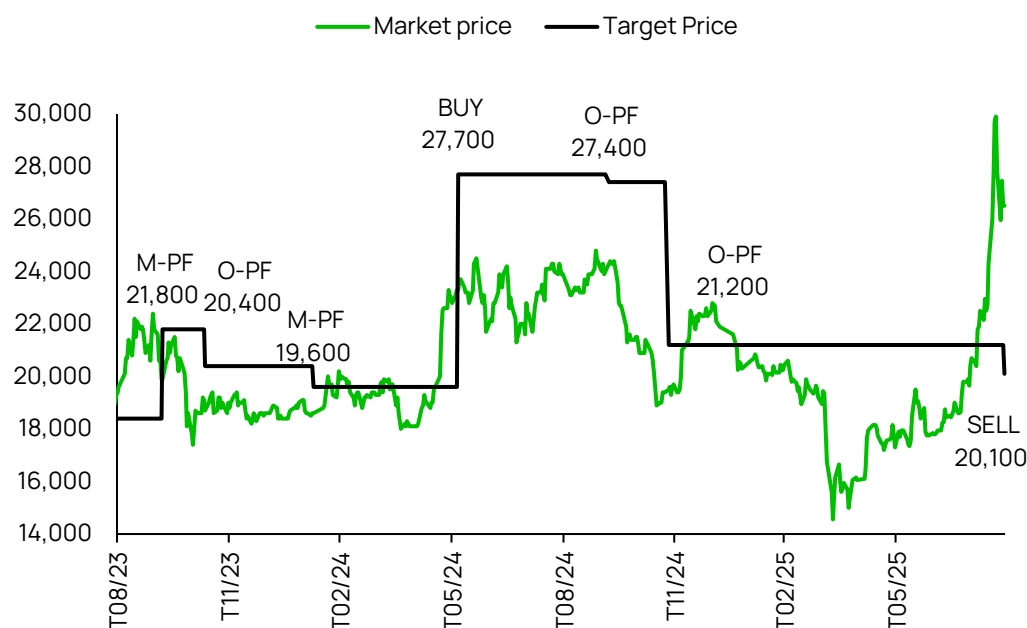
Hình 17: Giá bán trung bình theo sản phẩm của BSR so với giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: BSR, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 18: 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

Mặc dù biên lợi nhuận lọc dầu là chỉ số đại diện cho lợi nhuận của BSR, nhưng giá cổ phiếu của BSR lại thể hiện mối tương quan tích cực mạnh hơn đối với diễn biến của giá dầu Brent. Chúng tôi cho rằng sự phân kỳ giữa giá cổ phiếu của BSR và giá dầu Brent kể từ tháng 03/2024 là do kỳ vọng ngày càng tăng về việc BSR sẽ được niêm yết trên sàn HOSE (Hình 19). Sự phân kỳ tái diễn trong tháng 7/2025 đến nay đến từ khả năng được thêm vào rổ VN30 (tháng 1/2026), cùng với kế hoạch tăng vốn điều lệ 61% thông qua cổ tức bằng cổ phiếu (tháng 11/2025).

Hình 19: Giá cổ phiếu BSR so với giá dầu Brent



Nguồn: BSR, Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 25/08/2025)

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ VND)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	123.027	125.861	129.323	131.906
Giá vốn hàng bán	-122.536	-122.516	-124.909	-126.641
Lợi nhuận gộp	491	3.345	4.413	5.265
Chi phí bán hàng	-652	-755	-776	-791
Chi phí quản lý DN	-561	-629	-647	-660
LN thuần HĐKD	-722	1.961	2.991	3.815
Doanh thu tài chính	2.230	1.816	1.775	1.309
Chi phí tài chính	-800	-488	-414	-480
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-261</i>	<i>-317</i>	<i>-243</i>	<i>-480</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận/chi phí khác	28	0	0	0
LNTT	736	3.289	4.351	4.643
Thuế TNDN	-145	-329	-435	-464
LNST trước CĐTS	591	2.960	3.916	4.178
Lợi ích CĐ thiếu số	40	7	10	10
LN ròng trừ CĐTS, báo	631	2.968	3.926	4.189
LN ròng trừ CĐTS, điều	246	2.968	3.926	4.189
EBITDA	1.498	4.303	5.339	6.126
EPS báo cáo, VND	204	957	1.266	1.351
EPS điều chỉnh (1), VND	79	957	1.266	1.351
DPS báo cáo, VND	0	300	700	700
DPS/EPS báo cáo (%)	0%	31%	55%	52%
(1) EPS sau lỗ tỷ giá và thu nhập bất thường				

Tỷ lệ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-16,5%	2,3%	2,7%	2,0%
Tăng trưởng LN HĐKD	-108,9%	-371,4%	52,5%	27,5%
Tăng trưởng LNTT	-92,4%	346,9%	32,3%	6,7%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-92,7%	370,2%	32,3%	6,7%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	0,4%	2,7%	3,4%	4,0%
Biên LN từ HĐ %	-0,6%	1,6%	2,3%	2,9%
Biên EBITDA	1,2%	3,4%	4,1%	4,6%
LN ròng trừ CĐTS điều	0,5%	2,4%	3,0%	3,2%
ROE %	1,1%	5,2%	6,5%	6,7%
ROA %	0,7%	3,4%	4,3%	4,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	47	43	35	32
Số ngày phải thu	41	40	40	36
Số ngày phải trả	43	40	32	28
TG luân chuyển tiền	44	43	43	41
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,2	2,6	2,9	2,7
CS thanh toán nhanh	1,7	2,1	2,4	2,2
CS thanh toán tiền mặt	0,9	0,6	0,8	0,6
Nợ/Tài sản	17,9%	14,2%	24,6%	32,5%
Nợ/Vốn sử dụng	22,2%	17,2%	28,1%	36,5%
Nợ/Vốn CSH	-48,9%	-47,8%	-32,0%	-5,4%
Khả năng thanh toán lãi	N,M,	6,2x	12,3x	7,9x

BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	28.995	15.397	18.964	15.208
Đầu tư TC ngắn hạn	14.022	24.722	24.722	24.722
Các khoản phải thu	12.457	15.172	13.058	13.319
Hàng tồn kho	15.891	13.096	11.079	11.247
TS ngắn hạn khác	150	150	150	150
Tổng TS ngắn hạn	71.516	68.539	67.974	64.646
TS dài hạn (gộp)	47.264	47.265	47.390	47.520
- Khấu hao lũy kế	-34.048	-36.390	-38.738	-41.049
TS dài hạn (ròng)	13.216	10.875	8.653	6.471
Đầu tư TC dài hạn	10	10	10	10
TS dài hạn khác	3.645	6.166	20.979	41.134
Tổng TS dài hạn	16.870	17.050	29.641	47.614
Tổng Tài sản	88.386	85.589	97.616	112.261
Phải trả ngắn hạn	14.473	12.419	9.599	9.732
Nợ ngắn hạn	15.857	12.153	12.371	12.766
Nợ ngắn hạn khác	1.654	1.654	1.654	1.654
Tổng nợ ngắn hạn	31.984	26.226	23.624	24.151
Nợ dài hạn	0	0	11.644	23.753
Nợ dài hạn khác	865	865	865	865
Tổng nợ	32.848	27.091	36.132	48.769
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	31.005	31.005	31.005	31.005
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	11.826	14.794	17.790	19.808
Vốn khác	12.675	12.675	12.675	12.675
Lợi ích CĐTS	32	25	15	5
Vốn chủ sở hữu	55.538	58.498	61.484	63.492
Tổng cộng nguồn vốn	88.386	85.589	97.616	112.261
SLCP lưu hành cuối năm (tr)	3.100	3.100	3.100	3.100

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	17.001	28.995	15.397	18.964
Lợi nhuận sau thuế	631	2.968	3.926	4.189
Khấu hao	1.467	2.342	2.348	2.311
Thay đổi vốn lưu động	840	-2.976	1.310	-295
Điều chỉnh khác	-3.019	1.001	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-80	3.334	7.584	6.205
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-521	-2.521	-14.939	-20.284
Đầu tư, ròng	8.511	-10.700	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	7.990	-13.221	-14.939	-20.284
Cổ tức đã trả	-2.180	0	-930	-2.170
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	4.886	-3.704	218	394
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	11.644	12.109
Tiền từ các hoạt động TC	1.127	-7	-10	-10
Tiền từ hoạt động TC	3.833	-3.711	10.922	10.323
Tổng lưu chuyển tiền tệ	11.742	-13.598	3.567	-3.756
Tiền cuối năm	28.995	15.397	18.964	15.208

Nguồn: BSR, Dự báo của Vietcap

Phụ lục

Phụ lục 1: Crack spread dự kiến sẽ ở mức ổn định vào giai đoạn 2025-2026 và năm 2029

Thị trường lọc dầu đã trở nên thắt chặt kể từ giữa năm 2021, khi nhu cầu lọc dầu phục hồi nhanh hơn so với nguồn cung, nhờ việc nới lỏng các biện pháp hạn chế trong thời kỳ đại dịch COVID-19. Ngoài ra, nguồn cung còn bị hạn chế bởi (1) xung đột Nga-Ukraine năm 2022, gây gián đoạn nguồn cung dầu từ khu vực này, và (2) chính phủ Trung Quốc giảm xuất khẩu các sản phẩm lọc dầu để đáp ứng nhu cầu trong nước. Theo IEA, tình trạng thiếu hụt dầu diesel trước đó, mức tăng trưởng nhu cầu ổn định, và hoạt động tăng kim ngạch nhập khẩu đối với dầu diesel của EU nhằm giảm sự phụ thuộc vào nguồn nhiên liệu của Nga đã khiến cho mức chênh lệch cung-cầu ngày càng tăng (Hình 21), từ đó đẩy crack spread lên mức cao kỷ lục (Hình 23).

Trong giai đoạn nửa đầu năm 2025, crack spread vẫn tiếp tục giảm từ mức đỉnh năm 2022 nhưng vẫn duy trì cao hơn giai đoạn 2017-19 (trước đại dịch). Chúng tôi kỳ vọng crack spread sẽ cải thiện nhẹ trong nửa cuối năm, phản ánh diễn biến tạo đáy gần đây trong quý 3 đến hiện tại, được hỗ trợ bởi giá dầu thô giảm và nhu cầu sản phẩm lọc dầu tại châu Á duy trì ổn định.

Hình 20: Tóm tắt diễn biến crack spread trung bình của Platts Singapore

USD/thùng	Q2 2025	QoQ	YoY	6T 2025	YoY	Q3 2025*	QoQ	YoY	Q3 s/v TB giai đoạn 2017-19
Xăng A92	9,9	23%	11%	8,9	-18%	9,3	-6%	41%	1,6x
Xăng A95	11,3	15%	-16%	10,6	-30%	11,1	-2%	3%	1,1x
Nhiên liệu phân loại A1	14,5	-5%	7%	14,9	-13%	17,9	23%	37%	1,5x
Dầu Diesel	15,2	-2%	22%	15,4	-4%	19,5	28%	45%	1,6x

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (*Trung bình cho đến nay; Dữ liệu tính đến ngày 25/08/2025)

Thị trường lọc dầu trong giai đoạn 2025–2026 kém thuận lợi hơn so với năm 2024, nhưng vẫn cao hơn nhiều so với mức trước đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng thị trường này sẽ hạ nhiệt khi khoảng cách cung – cầu thu hẹp còn 2,3 triệu thùng/ngày trong giai đoạn 2025–2026 (so với 2,7 triệu thùng/ngày trong năm 2024, và dự kiến đạt 3,1 triệu thùng/ngày trong báo cáo tháng 11/2024 của chúng tôi). Sự thu hẹp này chủ yếu phản ánh việc OPEC+ dỡ bỏ hoàn toàn cắt giảm sản lượng 2,2 triệu thùng/ngày. Tuy nhiên, mức thiếu hụt 2,3 triệu thùng/ngày vẫn cao hơn mức trung bình trước đại dịch là 2,2 triệu thùng/ngày, cho thấy crack spread sẽ duy trì ổn định, được hỗ trợ bởi giá dầu thô giảm và nhu cầu tại Châu Á vững chắc.

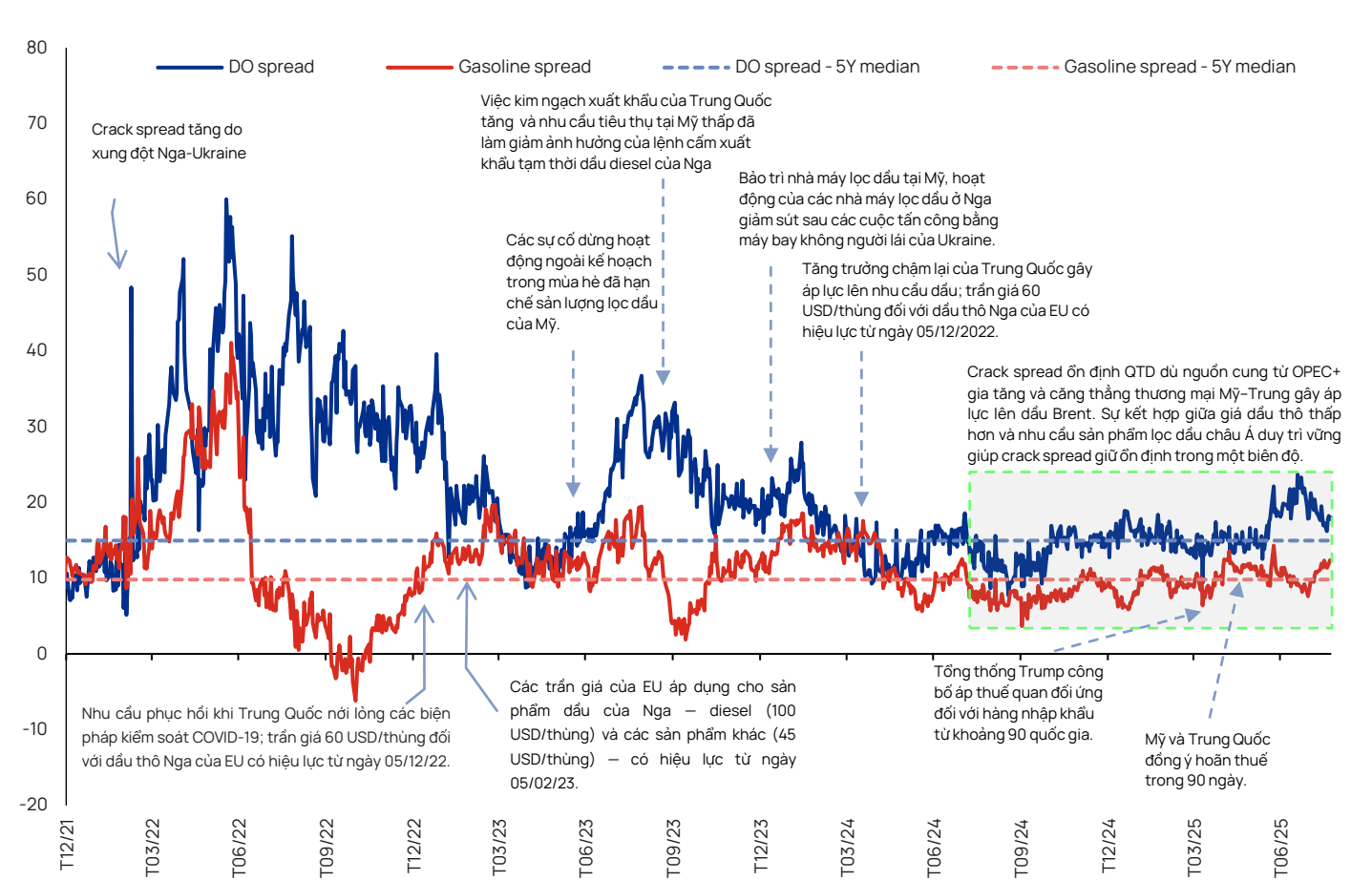
- Về phía nhu cầu:** IEA ước tính nhu cầu lọc dầu toàn cầu sẽ đạt mức 85,9 triệu thùng/ngày trong năm 2025 (+0,3 triệu thùng/ngày YoY, -0,5 triệu thùng/ngày so với dự báo tháng 11/2024) và 86,3 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (+0,4 triệu thùng/ngày YoY). Mức tăng trưởng này được thúc đẩy bởi (1) mức tăng trưởng của việc sử dụng dầu diesel trong phát điện, đặc biệt là ở châu Á và Trung Đông, và (2) nhu cầu mạnh mẽ đối với nhiên liệu máy bay và nguyên liệu hóa dầu tại Ấn Độ và Brazil. Việc điều chỉnh giảm so với dự báo trước phản ánh tác động tiêu cực từ căng thẳng thương mại leo thang và các biện pháp thuế quan đối ứng của Mỹ.
- Về phía nguồn cung:** IEA dự báo nguồn cung lọc dầu toàn cầu sẽ tăng lên mức 83,6 triệu thùng/ngày (+0,7 triệu thùng/ngày YoY, +0,2 triệu thùng/ngày so với báo cáo trước đó) vào năm 2025, chủ yếu do OPEC+ dần gỡ bỏ các đợt cắt giảm sản lượng tự nguyện ở mức 2,2 triệu thùng/ngày từ tháng 9/2025.

Hình 21: 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
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	85,9	86,3
Nguồn cung sản phẩm lọc dầu*	82,5	82,0	74,8	77,8	79,9	82,2	82,9	83,6	84,0
Chênh lệch cung cầu tương ứng	-1,9	-2,5	-0,9	-7,3	-3,2	-3,2	-2,7	-2,3	-2,3
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	0,3	0,4
Nguồn cung sản phẩm lọc dầu	1,7	-0,5	-7,2	3,0	2,1	2,3	0,7	0,7	0,4

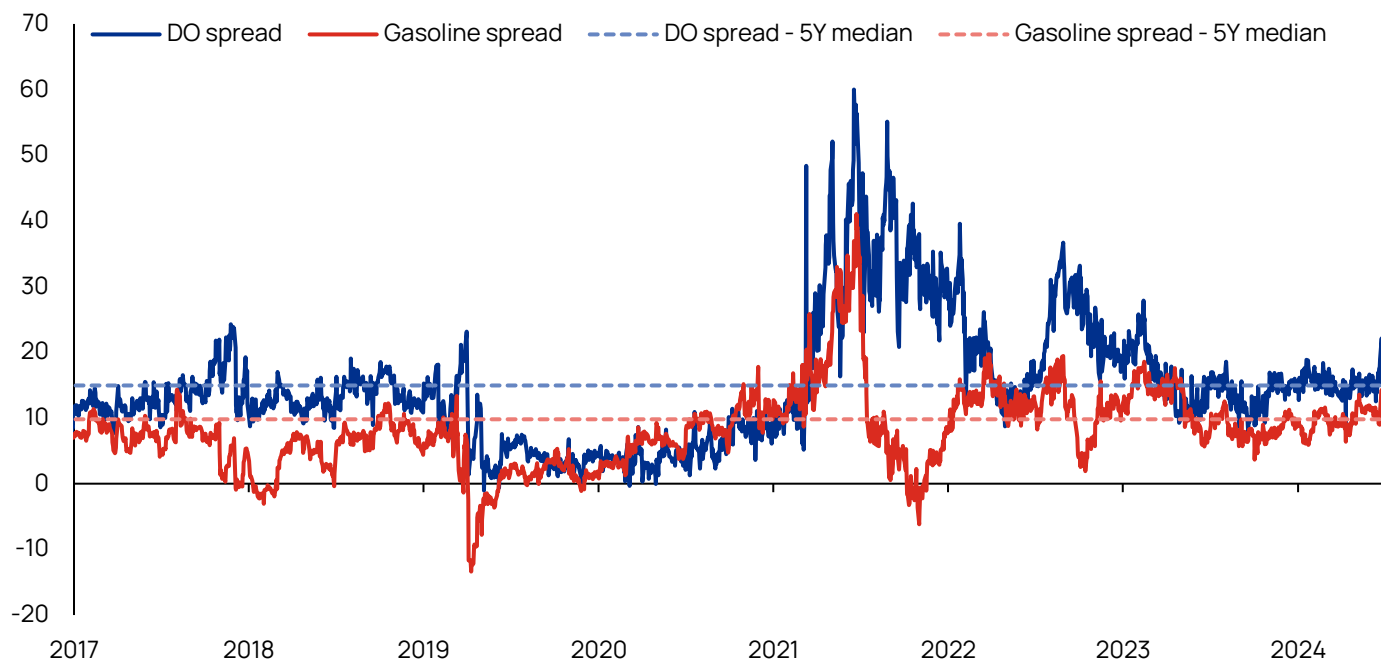
Nguồn: IEA, Vietcap ước tính (* thước đo theo sản lượng dầu thô toàn cầu) (dự báo của IEA tính đến tháng 8/2025)

Hình 22: 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 – 25/08/2025)



Nguồn: BSR, Bloomberg, Vietcap

Hình 23: Crack spread dầu diesel và xăng của Platts Singapore (so với dầu Brent) (USD/thùng)



Nguồn: BSR, Bloomberg, Vietcap (dữ liệu từ ngày 31/12/2017 đến ngày 25/08/2025)

Hình 24: Cán cân cung cầu dầu thô toàn cầu (triệu thùng/ngày)

Triệu thùng/ngày	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Cán cân dầu thô toàn cầu									
Tổng nhu cầu toàn cầu*	99,3	100,3	91,8	97,4	99,8	102,0	103,2	103,8	104,5
Tổng nguồn cung toàn cầu	100,0	100,5	93,9	95,3	99,9	102,3	103,0	105,5	107,4
Chênh lệch cung cầu tương ứng	0,7	0,2	2,1	-2,1	0,1	0,3	-0,2	1,7	2,9
Thay đổi YoY (triệu thùng/ngày)									
Tổng nhu cầu toàn cầu*	1,5	1,0	-8,5	5,6	2,4	2,2	1,2	0,7	0,7
Tổng nguồn cung toàn cầu	2,7	0,5	-6,6	1,4	4,6	2,4	0,7	2,5	1,9

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 8/2025)

Hình 25: Tồn kho dầu toàn cầu (bao gồm dầu thô, sản phẩm lọc dầu và các loại khác, tỷ thùng)



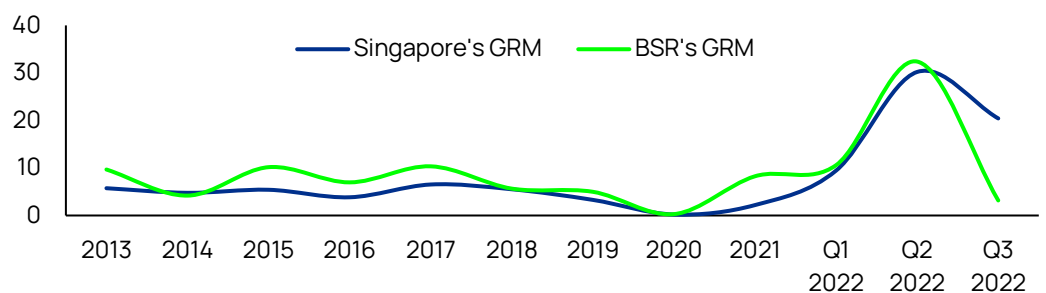
Nguồn: IEA, Kayrros, Kpler, FEDCom/S&P Global Platts, Enterprise Singapore (Dữ liệu tính đến tháng 6/2025)

Phụ lục 2: Biên lợi đầu của BSR

Lợi thế về thuế của BSR giúp tăng biên lợi đầu (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 26**).

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 27**).

Hình 26: Biên lợi đầu của BSR và Singapore (USD/thùng) (2013-Quý 3/2022) *

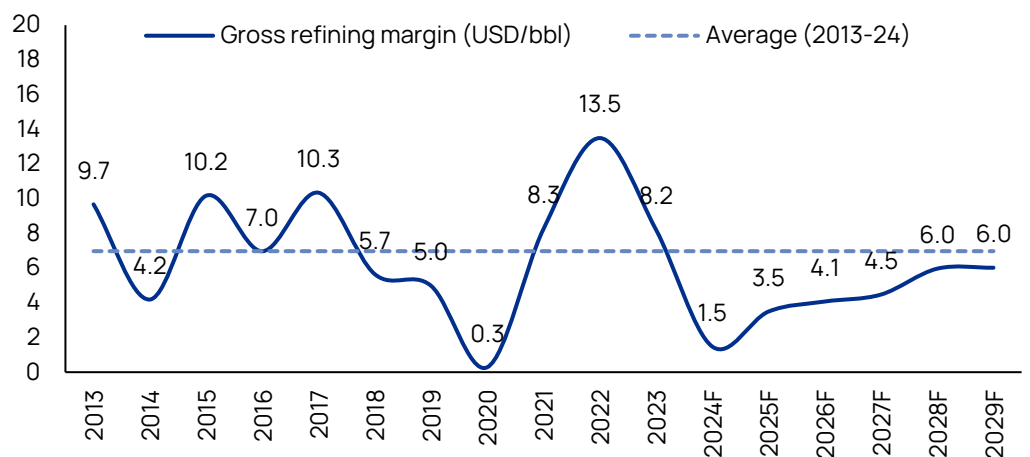


Nguồn: Bloomberg, BSR, Vietcap ước tính (* Dữ liệu GRM không có sẵn bắt đầu từ quý 4/2022)

Chúng tôi dự phóng GRM của BSR sẽ dần phục hồi từ 1,5 USD/thùng lên mức trung bình 4,0 USD/thùng trong giai đoạn 2025-2027, khi hiệu suất hoạt động trở lại bình thường và giá dầu kém biến động hơn. Tuy nhiên, mức này vẫn thấp hơn biên lợi nhuận mạnh trong giai đoạn 2021-2023, phản ánh môi trường lọc dầu kém thuận lợi hơn.

Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng GRM sẽ tăng lên 6,0 USD/thùng vào giai đoạn 2028-2029, được thúc đẩy bởi dự án nâng cấp và mở rộng của BSR. Nguyên nhân là nhờ BSR có thể sản xuất sản phẩm đạt tiêu chuẩn EURO 5, tối ưu hóa cơ cấu đầu vào, và đa dạng hóa nguồn cung, từ đó gia tăng tính linh hoạt và cải thiện lợi nhuận (**Hình 27**).

Hình 27: Biên lợi đầu của BSR (USD/thùng) trong giai đoạn 2013-2029



Nguồn: BSR, Vietcap

Phụ lục 3: Dự án nâng cấp và mở rộng

Ngày 16/01/25 tại buổi họp NDT (vui lòng xem [Báo cáo Gặp gỡ NDT](#) của chúng tôi), BSR đã chia sẻ kế hoạch phát triển cuối cùng cho dự án nâng cấp & mở rộng, chi tiết như sau:

- **Vốn XDCB:** 1,5 tỷ USD, tài trợ theo tỷ lệ vốn chủ sở hữu/nợ vay là 60:40, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.
- **Tiến độ thực hiện:** (1) Tháng 5/2025: hoàn tất FEED và các hợp đồng cấp phép; (2) Tháng 12/2025: ký hợp đồng EPC; (3) Năm 2028: bắt đầu vận hành thương mại.
- **Công suất:** Tăng 15,5% từ 148.000 thùng/ngày lên 171.000 thùng/ngày.
- **Chất lượng sản phẩm:** Mục tiêu đạt tiêu chuẩn EURO V và đa dạng nguồn cung đầu vào.

Tính đến ngày 03/05/2025, BSR đã nhận bộ hồ sơ Thiết kế kỹ thuật tổng thể (Front-End Engineering Design – FEED) điều chỉnh cho dự án nâng cấp & mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất từ nhà thầu Foster Wheeler (Thái Lan), một đơn vị thuộc Wood Group (Anh).

Đến ngày 15/07/2025, BSR đã chính thức phê duyệt FEED điều chỉnh và vốn XDCB xây dựng ước tính. Công ty cũng đã hoàn tất và nộp hồ sơ mời thầu EPC, với mục tiêu ký hợp đồng EPC vào tháng 12/2025.

Trong ĐHCĐ năm 2024, BSR đã điều chỉnh IRR dự kiến cho dự án nâng cấp và mở rộng từ mức 10% lên 12,9%, mặc dù đã chốt vốn XDCB ở mức 1,49 tỷ USD. Chúng tôi cho rằng khả năng sinh lời mạnh hơn là do quan điểm khả quan hơn đối với crack spread trong dài hạn cùng với việc chi phí hoạt động giảm sau khi đa dạng hóa các loại dầu thô tốt hơn. Dự án này có thể sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận của BSR từ năm 2028.

Hình 28: 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 29: 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.

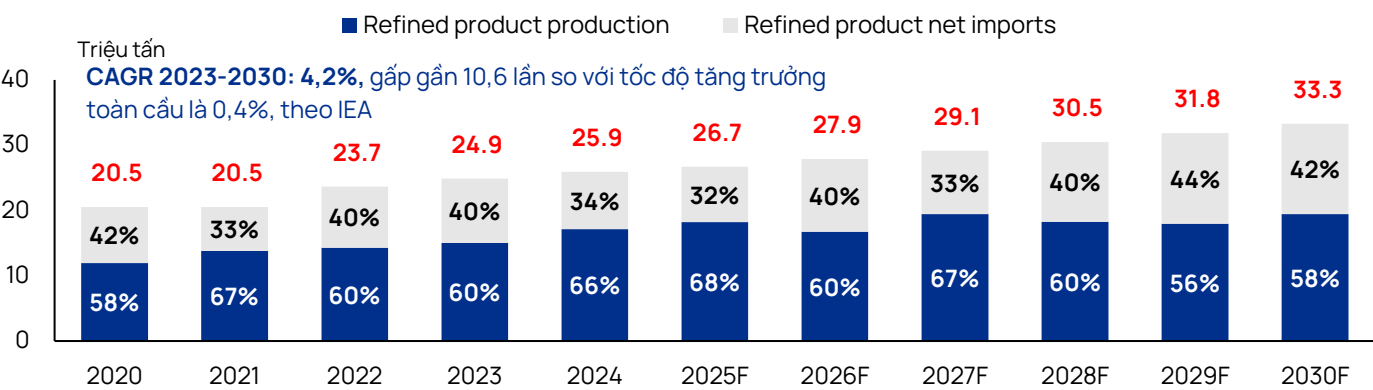
Nguồn: BSR, Vietcap

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

Bộ Công Thương dự báo tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam năm 2025 tăng trên 8% YoY (gấp đôi tốc độ tăng trưởng năm 2024 và cao hơn dự báo tăng trưởng 2025 của chúng tôi là 6%). Điều này phản ánh triển vọng tăng trưởng mạnh của thị trường. Bên cạnh đó, Bộ Công Thương ước tính

tổng nguồn cung xăng dầu tối thiểu năm 2025 đạt 29,5 triệu tấn, cao hơn đáng kể so với mức tiêu thụ 27-28 triệu tấn, qua đó đảm bảo nguồn cung đầy đủ.

Hình 30: Dự báo mức tiêu thụ và nhập khẩu xăng dầu của Việt Nam



Nguồn: Vietcap ước tính, Bộ Công Thương, BSR, PLX

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 31: 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

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, Phó Trưởng phòng, ext 364 - Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516	Vĩ mô Hoàng Thúy Lương Trưởng phòng cao cấp, ext 368 - Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365
Hàng tiêu dùng Hoàng Nam Giám đốc, ext 124 - Bùi Xuân Vinh, 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 Thùy Dương Phó Giám đốc, ext 140 - Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135 - Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181 - Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
Bất động sản Lưu Bích Hồng Trưởng phòng cao cấp, ext 120 - Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149 - Thân Như Đoàn Thục, 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, Chuyên viên cao cấp, ext 366 - Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570 - Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470	
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu	
Tuan Nhan Giám đốc điều hành Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu +84 28 3914 3588, ext 107 tuan.nhan@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

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.