

Giảm tỷ trọng (giữ nguyên)

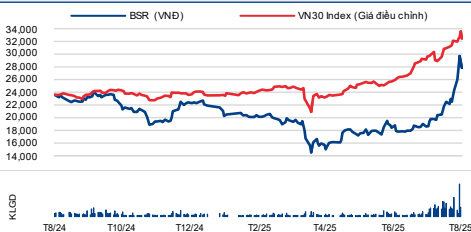
Giá mục tiêu: VNĐ23,500 (từ VNĐ16,000)

Tiềm năng tăng/giảm: -15.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/8/2025)	27,850
Mã Bloomberg	BSR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	14,550-29,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	28,250
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	86,349
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,280
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,100
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,519
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,508
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.36%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	PVN (92.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	49.7	60.5	18.0
So với chỉ số	36.7	24.7	(14.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	658	614	7.1
2026F	641	1,036	(38.2)
2027F	836	743	12.5

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

BSR sở hữu và vận hành Dung Quất, nhà máy lọc dầu đầu tiên tại Việt Nam. Nhà máy có công suất 6,5 triệu tấn dầu thô mỗi năm và cung cấp 35% nhu cầu xăng dầu cho cả nước

Tăng giá mục tiêu nhưng duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng do định giá

- HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với BSR sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây, nhưng tăng 47% giá mục tiêu lên 23.500đ sau khi đưa ra giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu mới cao hơn.
- Cho giai đoạn 2025-2027, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng bình quân 109%, cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 67% trong 3 năm, từ mức nền thấp của năm 2024.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 60,5% trong 3 tháng qua và cao hơn giá mục tiêu trước đó của chúng tôi, BSR đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 ở mức cao hơn 198% so với các bình quân của các công ty cùng ngành trong nước. Giá mục tiêu của chúng tôi cho thấy rủi ro giảm giá là 15,6%.

Sự kiện: Phân tích KQKD nửa đầu năm 2025, triển vọng giá dầu Brent

BSR công bố KQKD nửa đầu năm 2025 tích cực – và cao hơn kỳ vọng của HSC – với chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm (crack spreads) cao hơn (có thể nhờ nguồn cung dầu thô nặng giảm do Mỹ tăng cường trừng phạt các hoạt động xuất khẩu dầu thô của Nga) bất chấp giá dầu Brent đang suy yếu. Trong khi đó, giá dầu Brent có xu hướng giảm từ tháng 1/2025 do nhu cầu giảm trên toàn cầu. Thêm vào đó, OPEC+ sẽ dần gỡ bỏ mức cắt giảm sản lượng tự nguyện tổng cộng 547.000 thùng/ngày trong tháng 9/2025 (tức là sẽ dự kiến bơm thêm 547.000 thùng/ngày, tương đương 25% trong tổng mức cắt giảm sản lượng tự nguyện 2,2 triệu thùng/ngày). Do đó, tổng nguồn dầu thô cắt giảm tự nguyện 2,2 triệu thùng/ngày dự kiến sẽ phục hồi hoàn toàn vào tháng 11/2025, sớm hơn 1 năm so với dự kiến ban đầu vì OPEC+ nhận thấy nhu cầu dầu thô tăng sẽ cải thiện trong năm 2026 (với nhu cầu toàn cầu tăng 1,38 triệu thùng/ngày, cao hơn so với 1,28 triệu thùng/ngày trước đó).

Tác động: Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

HSC tăng bình quân 109% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 sau khi tăng bình quân 38% giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu lên 2,2 USD/thùng, nhờ mức chênh lệch giá crack dầu thô cao hơn. Chúng tôi giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ. Dự báo mới thấp hơn so với bình quân dự báo của thị trường. Đáng chú ý, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo rằng BSR sẽ không chi trả cổ tức tiền mặt trong 3 năm tới do Công ty đang đầu tư một dự án lớn nhằm mở rộng công suất Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, với tổng vốn đầu tư ước tính là 1,5 tỷ USD. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng BSR vừa công bố kế hoạch chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 61,5%, điều này thường được nhà đầu tư cá nhân tại Việt Nam xem là động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 60,5% trong 3 tháng qua, cao hơn kỳ vọng của chúng tôi – có thể do hành vi chiếm lĩnh thị trường và việc HSX đưa BSR ra khỏi danh sách chứng khoán không đủ điều kiện giao dịch ký quỹ. Với P/E dự phóng năm 2025 là 42,3 lần, BSR hiện đang giao dịch với định giá cao hơn 198% so với các công ty cùng ngành trong nước. HSC điều chỉnh tăng 47% giá mục tiêu lên 23.500đ sau khi tăng mạnh dự báo lợi nhuận từ mức nền thấp và duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng do định giá. Giá mục tiêu mới cho thấy rủi ro giảm giá là 15,6% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 35,7 lần và 36,7 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	10,374	1,498	3,921 ▲	3,916 ▲	4,636 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,650	631	2,383 ▲	2,330 ▲	2,936 ▲
EPS ĐC (đồng)	2,679	92.7	658 ▲	641 ▲	836 ▲
DPS (đồng)	698	0	0	0	0
BVPS (đồng)	18,511	17,902	18,671	19,422 ▲	20,369 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.74	48.9	18.6	17.6	14.2
P/E ĐC (lần)	10.4	300	42.3	43.5	33.3
Lợi suất cổ tức (%)	2.51	0	0	0	0
P/B (lần)	1.50	1.56	1.49	1.43	1.37
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(42.3)	(96.5)	609	(2.56)	30.4
ROAE (%)	15.9	1.12	4.20	3.95	4.76

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Chênh lệch giá crack dầu diesel cao hơn, nhưng triển vọng vẫn còn yếu

KQKD Q2/2025 của BSR cao hơn kỳ vọng của chúng tôi nhờ mức chênh lệch giá dầu thô và sản lượng tiêu thụ tăng 36% do nhà máy vận hành hết công suất (so với giai đoạn bảo dưỡng lớn trong Q2/2024). Mức chênh lệch giá crack có triển vọng cải thiện dựa trên các lệnh trừng phạt bổ sung của EU lên hoạt động xuất khẩu dầu thô của Nga. Chúng tôi điều chỉnh tăng 37% dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu lên 2,2 USD/thùng và tăng dự báo lợi nhuận thuần lên bình quân 2,6 nghìn tỷ đồng trong 3 năm tới. Triển vọng dài hạn của ngành lọc dầu vẫn bị ảnh hưởng bởi tình trạng dư thừa công suất. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng.

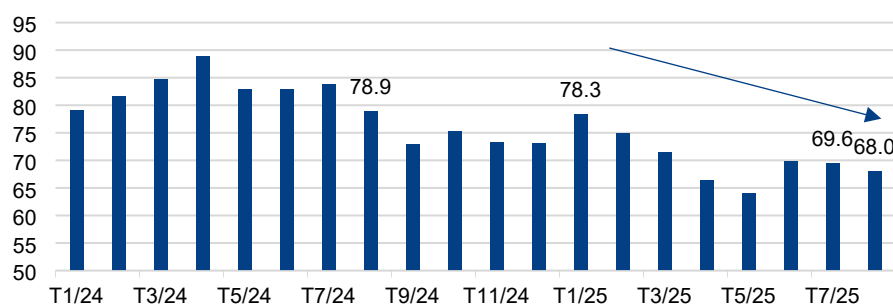
Điều chỉnh giá crack

Giá dầu Brent bình quân hằng tháng giảm từ tháng 1/2025 do nhu cầu dầu thô tăng chậm hơn mức bình quân. Từ đầu năm đến nay, giá dầu thô Brent có xu hướng giảm, do tình trạng mất cân bằng cung cầu trên toàn cầu. Quyết định tăng mục tiêu sản lượng của các thành viên OPEC+ là yếu tố then chốt, dẫn gỡ bỏ mức cắt giảm sản lượng tự nguyện và đưa thêm dầu vào thị trường. Tình hình trở nên trầm trọng hơn trước khả năng Mỹ nói lỏng các lệnh trừng phạt lên hoạt động xuất khẩu dầu thô của Nga, có thể làm tăng thêm nguồn cung toàn cầu dẫn đến sự gia tăng nguồn nguyên liệu chính để sản xuất dầu diesel trên toàn cầu.

Trong nửa cuối năm 2025, triển vọng giá dầu Brent vẫn yếu nhưng sát với kỳ vọng của HSC. Chúng tôi tiếp tục dự báo giá dầu Brent bình quân năm 2025 ở mức 67,5 USD/thùng. Những nguyên nhân chính dẫn đến giá dầu Brent giảm là do nguồn cung từ các nước ngoài OPEC+ tăng trong khi nước thành viên OPEC+ đang gỡ bỏ mức cắt giảm sản lượng tự nguyện 2,2 triệu thùng/ngày vào tháng 11/2025. Mặc dù tình hình căng thẳng địa chính trị vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro đối với nguồn cung, mức tăng trưởng chậm của nhu cầu dầu thô (đặc biệt do kinh tế Trung Quốc đang tăng chậm lại và sức tiêu thụ kém tại các thị trường quan trọng không thuộc OECD) được kỳ vọng sẽ tiếp tục tạo ra áp lực giảm giá. Sự kết hợp giữa nguồn cung tăng và nhu cầu giảm có thể dẫn đến tình trạng dư thừa nguồn cung và tồn kho cao hơn, điều này sẽ tạo áp lực lên giá dầu thô trong các tháng còn lại của năm 2025.

Biểu đồ 1: Giá dầu Brent bình quân theo tháng (USD/thùng)

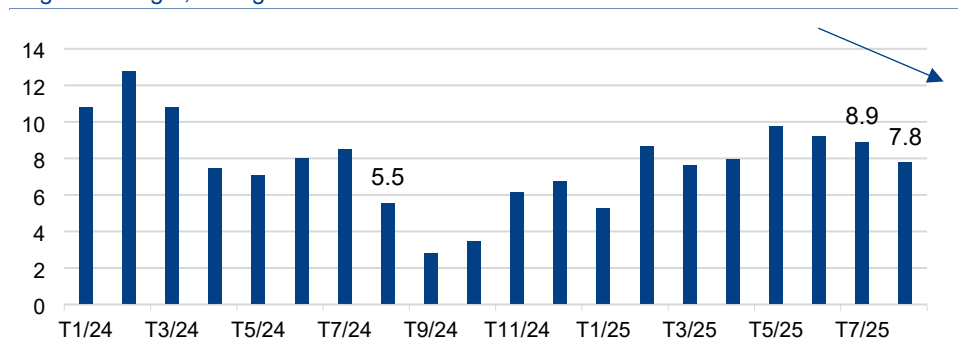
Giá dầu Brent đang có xu hướng giảm từ T1/2025



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 2: Chênh lệch giá dầu thô – dầu sản phẩm 3:2:1 của Singapore (USD/thùng)

... giảm xuống 7,8 trong T5/2025



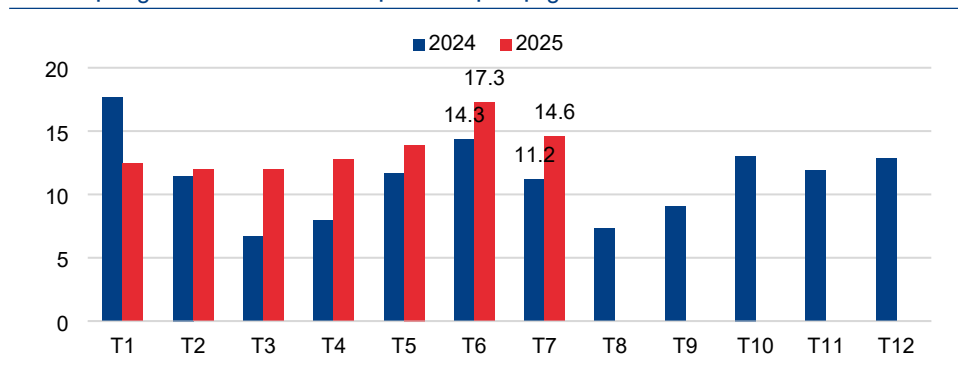
Nguồn: HSC ước tính

Trong khi đó, mức chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm tiêu chuẩn Singapore-Tapis 3:2:1 đã giảm xuống 8,9 USD/thùng và 7,8 USD/thùng trong tháng 7 và tháng 8/2025, trong khi tăng 42% so với cùng kỳ (so với mức 5,5 USD/thùng trong tháng 8/2024). Trong nửa cuối năm 2025, một số yếu tố then chốt sẽ ảnh hưởng đến triển vọng chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm của dầu diesel. Sự phục hồi về mặt nhu cầu dầu thô của Trung Quốc thấp hơn kỳ vọng, đặc biệt ở ngành giao thông và công nghiệp, tiếp tục tạo áp lực lên thị trường.

Ngoài ra, việc các nhà máy lọc dầu vận hành trở lại sau thời gian bảo trì và việc đưa vào vận hành các máy lọc dầu mới (với nhiều nhà máy tập trung mạnh vào sản xuất sản phẩm hóa dầu), bổ sung thêm sản phẩm ra thị trường. Mặc dù đang có tình trạng thiếu hụt nguồn cung dầu thô trung bình-nặng của Nga, xu hướng chung với nguồn cung sản phẩm ngày càng tăng (từ các nguồn khác) cho thấy thị trường dầu diesel trên toàn cầu vẫn có thể có đủ nguồn cung, ngăn cản đà phục hồi mạnh của giá crack dầu thô. Để bù đắp cho phần sụt giảm sản lượng dầu thô xuất khẩu của Nga, Mỹ đã làm việc với Venezuela để đưa dầu thô nặng của Venezuela trở lại thị trường.

Biểu đồ 3: Chênh lệch giá dầu thô – diesel (so với giá dầu thô Tapis, USD/thùng)

Chênh lệch giá dầu thô –diesel được cải thiện trọng năm 2025



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Dự báo mới và dự báo cũ, BSR

Nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2026 nhờ triển vọng chênh lệch giá dầu thô và diesel hồi phục

	Thực tế	Dự báo mới				Dự báo cũ			Điều chỉnh		
Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	
Doanh thu thuần	123,027	120,760	117,325	121,089	119,638	116,406	120,523	0.9%	0.8%	0.5%	
Lợi nhuận thuần	631	2,383	2,330	2,936	797	946	1,917	199.0%	146.4%	53.2%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu (USD/thùng)	0.4	2.1	2.0	2.5	1.3	1.4	2.1	63.7%	47.7%	18.7%	
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	6,600	7,101	7,101	7,101	7,101	7,101	7,101	0.0%	0.0%	0.0%	
Cổ tức bằng tiền mặt (đồng)	0	0	0	0	0	0	0	-	-	-	
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần	-16.5%	-1.8%	-2.8%	3.2%	-2.8%	-2.7%	3.5%				
Lợi nhuận thuần	-92.7%	277.5%	-2.2%	26.0%	26.3%	18.7%	102.7%				
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu (USD/thùng)	-94.7%	422.8%	-2.1%	24.1%	219.4%	8.5%	54.5%				
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	-10.0%	7.6%	0.0%	0.0%	7.6%	0.0%	0.0%				

Nguồn: HSC ước tính

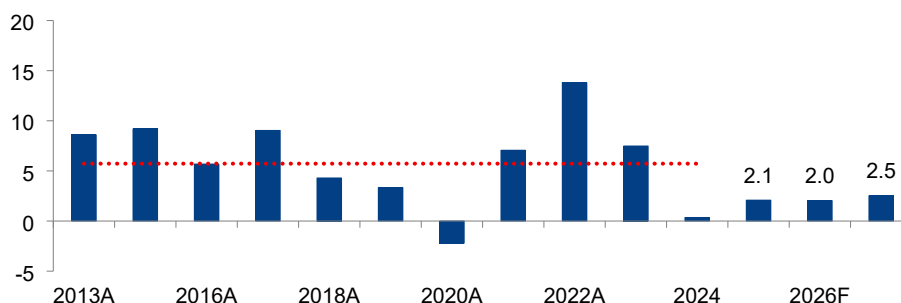
Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Do KQKD Q2/2025 của BSR tăng tốt cũng như các xu hướng cơ bản và triển vọng giá dầu diesel cải thiện, HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận lên bình quân 2,6 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2027 (tăng từ 1,2 nghìn tỷ đồng), đa phần do tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu đạt 2,2 USD/thùng, tăng 37% so với mức bình quân 1,6 USD/thùng trước đó. Lưu ý, trong nửa đầu năm 2025, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu của BSR đạt 1,9 USD/thùng.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng 277%, sau đó giảm 2,2% trong năm 2026 (vì chúng tôi dự báo giá crack hồi phục dần dần nhưng vẫn thấp hơn bình quân quá khứ do dư thừa công suất lọc dầu) và giảm 26% trong năm 2027 – cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 67% trong 3 năm, từ mức nền rất thấp của năm 2024.

Biểu đồ 5: Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu, BSR

Hồi phục từ mức nền thấp năm 2024



Nguồn: HSC ước tính

Bảng CĐKT và dòng tiền

HSC kỳ vọng sẽ ghi nhận dòng tiền và lợi nhuận tốt hơn trong ba năm tới, dựa trên những gì chúng tôi nhận thấy là mức chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm đang phục hồi và công suất hoạt động của nhà máy lọc dầu Dung Quất ổn định sau đợt bảo dưỡng lớn trong năm 2024. Lưu ý, chúng tôi vẫn chưa phản ánh kế hoạch mở rộng nhà máy trị giá 1,5 tỷ USD vào mô hình dự báo lợi nhuận do BSR chưa công bố thông tin chi tiết vì Công ty vừa mới nhận được bản thiết kế kỹ thuật tổng thể cho kế hoạch mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất.

Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH của BSR dự kiến sẽ duy trì ổn định ở mức bình quân -25,1% – vị thế tiền mặt thuần – trong giai đoạn 2025-2027 do dòng tiền hoạt động có vẻ vững chắc. Trong dài hạn, BSR có kế hoạch đầu tư chủ yếu vào các dự án hóa dầu với tổng vốn đầu tư là 19 tỷ USD. Chúng tôi cho rằng, với nhu cầu tổng vốn đầu tư lớn, Công ty sẽ hạn chế chi trả cổ tức tiền mặt và ưu tiên trả cổ tức bằng cổ phiếu. Dự báo cổ tức bằng tiền mặt giai đoạn 2025-2027 được nguyên ở mức 0. Tại thời điểm cuối năm 2024, tổng lợi nhuận chưa phân phối tích lũy đạt 11,8 nghìn tỷ đồng – thấp

hơn nhiều so với yêu cầu vốn CSH là 21,8 nghìn tỷ đồng, phục vụ cho kế hoạch mở rộng công suất nhà máy lọc dầu sắp vào năm 2028.

Tăng giá mục tiêu nhưng duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng do định giá

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng mặc dù điều chỉnh tăng 47% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 23.500đ (từ 16.000đ) do giá cổ phiếu tăng rất mạnh trong thời gian gần đây. Giá mục tiêu mới phản ánh việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi, nhưng vẫn thấp hơn mức bình quân 4,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2023-2024. Giá mục tiêu mới cho thấy rủi ro giảm giá là 15,6% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 35,7 lần và 36,7 lần.

Các giả định của chúng tôi như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 1,1 lần (theo Bloomberg). Nhìn chung, các yếu tố này dẫn đến giả định WACC ở mức 11,6% (không đổi).
- Giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1% (không đổi).
- Thời điểm định giá là giữa năm 2026 (không đổi).

Đáng chú ý, giá trị vốn CSH mới là 72,8 nghìn tỷ đồng, tăng 47% so với dự báo trước đó, bao gồm giá trị hiện tại của doanh nghiệp đạt mức 42,4 nghìn tỷ đồng (đóng góp 58% định giá, so với 42% trong định giá trước đó) và tiền mặt thuần là 30,2 nghìn tỷ đồng (đóng góp 42% định giá của chúng tôi, giảm so với mức 58% trước đó).

So với định giá trước đó, giá trị hiện tại của doanh nghiệp tăng 105% (giá trị dòng tiền – tăng 47%; giá trị hiện tại của giá trị dài hạn – tăng 156%) trong khi lượng tiền mặt thuần giảm 5%. Giá trị dài hạn của chúng tôi hiện đóng góp 25% giá trị dòng tiền doanh nghiệp, so với 34% trước đó.

Bảng 6: Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp, BSR

Dòng tiền tự do không sử dụng vốn vay đạt 24,4 nghìn tỷ đồng tính đến năm 2032

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
EBIT	3,269	3,220	3,989	5,624	6,894	7,230	6,393	7,922
Thuế suất 20.0%	(327)	(322)	(399)	(562)	(689)	(723)	(639)	(792)
EBIT sau thuế	2,943	2,898	3,590	5,062	6,204	6,507	5,754	7,130
Khấu hao	2,221	2,221	2,221	2,221	2,221	2,221	2,221	2,221
Thay đổi vốn lưu động	(1,040)	397	(435)	720	(1,873)	(302)	1,760	(2,383)
Chi phí đầu tư cơ bản	(2,401)	(1,292)	(1,225)	(1,162)	(1,104)	(1,048)	(996)	(2,221)
Quỹ khen thưởng	(344)	(344)	(345)	(345)	(345)	(345)	(345)	(345)
Các dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khác	(328)	(282)	(324)	(406)	(480)	(492)	(443)	(535)
UFCF	1,051	3,599	3,482	6,090	4,624	6,540	7,951	3,868
Hệ số chiết khấu	0.00	1.06	1.18	1.32	1.47	1.64	1.83	2.04
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do		3,407	2,954	4,629	3,150	3,993	4,351	1,896
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền		24,381						

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Giả định WACC, BSR

Giả định WACC là 11,6%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.1
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	13.4%
Chi phí nợ trước thuế	6.0%
Thuế suất	10.0%
Chi phí nợ	5.4%
Tỷ trọng vốn CSH	76.9%
Tỷ trọng nợ	23.1%
WACC	11.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Tính toán giá mục tiêu, BSR

Giá mục tiêu mới là 23.500đ

	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
EV/EBITDA	3.6x
Giá trị hiện tại của DN	42,484
Giá trị hiện tại của dòng tiền	24,381
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	18,103
Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	45,675
Trừ: Tổng nợ	(15,297)
Giá trị vốn CSH	72,862
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	3,100
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng (đồng)	23,500

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Phân tích độ nhạy, BSR

Kịch bản cơ sở giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1% và lãi suất phi rủi ro là 4%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	23,212	23,767	24,435	25,256	26,286
	3.5%	22,832	23,342	23,951	24,693	25,616
	4.0%	22,474	22,943	23,500	24,173	25,004
	4.5%	22,137	22,569	23,079	23,692	24,442
	5.0%	21,818	22,216	22,685	23,245	23,924

Nguồn: HSC ước tính

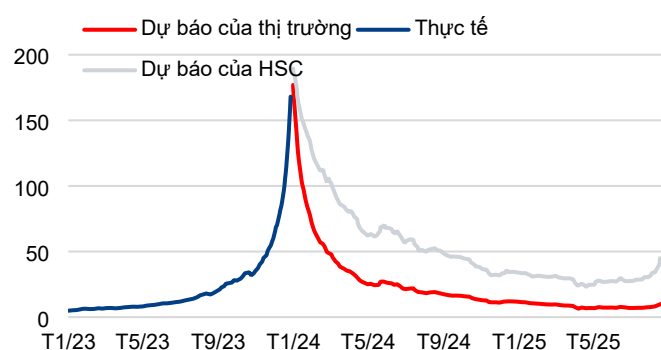
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 60,5% trong 3 tháng qua, cao hơn kỳ vọng của chúng tôi – có thể do hành vi chiếm lĩnh thị trường và việc HSX đưa BSR ra khỏi danh sách chứng khoán không đủ điều kiện giao dịch ký quỹ từ cuối tháng 7/2025, BSR hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 43,1 lần, sát với bình quân từ tháng 1/2023. Cổ phiếu cũng có P/B dự phóng năm 2025-2026 lần lượt ở mức 1,3 lần và 1,2 lần.

Đáng chú ý, BSR đang giao dịch với EV/EBITDA và P/E dự phóng năm 2025 lần lượt cao hơn 170% và 198% so với các công ty cùng ngành trong nước.

Biểu đồ 10: P/E trượt dự phóng 1 năm, BSR

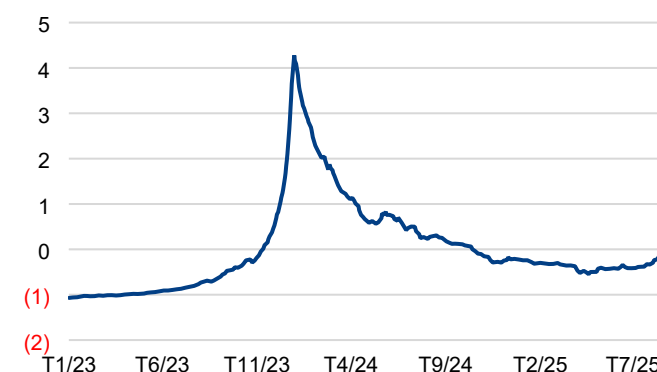
BSR hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 43,1 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 11: Độ lệch chuẩn so với P/E bình quân, BSR

...bằng với mức trung bình trong lịch sử



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: So sánh với các công ty cùng ngành trong nước, BSR

BSR đang giao dịch ở mức giá cao hơn so với các công ty cùng ngành theo EV/EBITDA và P/E

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2025	EV/EBITDA 2026	PE điều chỉnh 2025	PE điều chỉnh 2026	P/B 2025	ROE 2025
PVD	449	6.22	4.98	13.60	11.97	0.72	5%
GAS	6,052	8.87	9.05	12.85	13.62	2.51	20%
PVD	621	5.15	3.65	15.36	12.90	1.13	9%
Bình quân	2,374	6.75	5.89	13.94	12.83	1.45	12%
BSR	3,280	18.23	17.56	41.54	43.46	1.49	4%
Chênh lệch so với bình quân	38%	170%	198%	198%	239%	3%	-64%

Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro

Tiềm năng lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng có thể do sản lượng tiêu thụ tăng cao khi công suất sản xuất được mở rộng (dự kiến vào năm 2028), khả năng thắt chặt nguồn cung dầu toàn cầu có thể hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận và mức chênh lệch giá crack cao hơn do Mỹ áp thuế hoặc trừng phạt bổ sung đối với các sản phẩm xăng dầu.

Trong khi đó, rủi ro đến từ (1) nhu cầu đối với các sản phẩm dầu mỏ giảm, dẫn đến chênh lệch giá crack giảm và (2) cạnh tranh trong nước mạnh hơn đối với sản phẩm polypropylene (đến từ Nhà máy lọc dầu Long Sơn mới, nhà máy này bắt đầu đi vào

hoạt động từ tháng 8/2025). Nhà máy lọc dầu Long Sơn cũng có kế hoạch nâng cấp để có thể sử dụng nguyên liệu ethane đầu vào rẻ hơn. (3) Khả năng Mỹ nới lỏng các lệnh trừng phạt lên hoạt động xuất khẩu dầu thô của Nga có thể tạo ra áp lực giảm giá lên mức chênh lệch giá crack của dầu diesel, do tỷ lệ sản xuất dầu diesel từ dầu thô nặng của Nga cao, dẫn đến nguồn cung toàn cầu tăng.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	147,423	123,027	120,760	117,325	121,089
Lợi nhuận gộp	9,760	491	2,883	2,845	3,601
Chi phí BH&QL	(1,656)	(1,213)	(1,183)	(1,150)	(1,187)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	8,104	(722)	1,700	1,695	2,415
Lãi vay thuần	1,498	1,430	1,264	1,204	1,237
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	37.8	27.9	(0.14)	(0.14)	(0.15)
LNTT	9,639	736	2,964	2,899	3,651
Chi phí thuế TNDN	(1,047)	(145)	(593)	(580)	(730)
Lợi ích cổ đông thiểu số	57.2	40.0	11.9	11.6	14.6
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,650	631	2,383	2,330	2,936
Lợi nhuận thuần ĐC	8,306	287	2,039	1,987	2,591
EBITDA ĐC	10,374	1,498	3,921	3,916	4,636
EPS (đồng)	2,790	204	768	752	947
EPS ĐC (đồng)	2,679	92.7	658	641	836
DPS (đồng)	698	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	17,001	28,995	28,768	33,656	37,445
Đầu tư ngắn hạn	21,122	14,022	16,906	16,425	16,952
Phải thu khách hàng	14,955	12,457	12,317	11,967	12,351
Hàng tồn kho	15,531	15,891	15,578	15,135	15,620
Các tài sản ngắn hạn khác	72.7	150	72.0	70.0	72.2
Tổng tài sản ngắn hạn	68,681	71,516	73,642	77,253	82,441
TSCĐ hữu hình	16,071	13,216	13,396	12,467	11,471
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,195	1,352	1,352	1,352	1,352
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	648	2,303	1,021	992	1,023
Tổng tài sản dài hạn	17,914	16,871	15,769	14,811	13,847
Tổng cộng tài sản	86,595	88,387	89,411	92,064	96,288
Nợ ngắn hạn	10,970	15,857	13,857	13,857	13,857
Phải trả người bán	14,616	14,473	12,076	11,732	12,109
Nợ ngắn hạn khác	995	483	604	587	605
Tổng nợ ngắn hạn	28,442	31,984	28,468	28,053	28,508
Nợ dài hạn	0	0	1,440	2,223	3,007
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	10.3	0	12.3	11.9	12.3
Nợ dài hạn khác	874	865	1,570	1,525	1,574
Tổng nợ dài hạn	884	865	3,022	3,760	4,593
Tổng nợ phải trả	29,326	32,849	31,491	31,813	33,101
Vốn chủ sở hữu	57,393	55,506	57,888	60,219	63,155
Lợi ích cổ đông thiểu số	(125)	32.3	32.3	32.3	32.3
Tổng vốn chủ sở hữu	57,269	55,538	57,921	60,251	63,187
Tổng nợ phải trả và VCSH	86,595	88,387	89,411	92,064	96,288
BVPS (đ)	18,511	17,902	18,671	19,422	20,369
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(6,030)	(13,138)	(13,472)	(17,576)	(20,582)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	8,104	(722)	1,700	1,695	2,415
Khấu hao	(2,270)	(2,221)	(2,221)	(2,221)	(2,221)
Lãi vay thuần	1,498	1,430	1,264	1,204	1,237
Thuế TNDN đã nộp	(1,037)	(145)	(635)	(579)	(732)
Thay đổi vốn lưu động	3,284	716	(1,040)	397	(435)
Khác	(660)	(1,888)	572	550	539
LCT thuần từ HKKD	11,673	(80.5)	2,511	3,963	3,671
Đầu tư TS dài hạn	(187)	478	(2,401)	(1,292)	(1,225)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	(17,687)	7,512	(767)	1,195	188
LCT thuần từ HĐĐT	(17,874)	7,990	(3,168)	(96.5)	(1,037)
Cổ tức trả cho CSH	(2,166)	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	2,016	4,886	(560)	783	783
Khác	498	(801)	991	238	372
LCT thuần từ HĐTC	348	4,085	431	1,022	1,155
Tiền & tương đương tiền đầu kì	22,853	17,001	28,995	28,768	33,656
LCT thuần trong kỳ	(5,852)	11,994	(227)	4,888	3,789
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	17,001	28,995	28,768	33,656	37,445
Dòng tiền tự do	11,486	397	110	2,671	2,446

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	6.62	0.40	2.39	2.42	2.97
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.04	1.22	3.25	3.34	3.83
Tỷ suất LNT (%)	5.87	0.51	1.97	1.99	2.42
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.9	19.7	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(11.8)	(16.5)	(1.84)	(2.84)	3.21
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(38.5)	(85.6)	162	(0.12)	18.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(42.3)	(96.5)	609	(2.56)	30.4
Tăng trưởng EPS (%)	(41.3)	(92.7)	278	(2.19)	26.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(42.3)	(96.5)	609	(2.56)	30.4
Tăng trưởng DPS (%)	60.8	(100)	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	25.0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.9	1.12	4.20	3.95	4.76
ROACE (%)	14.7	(1.26)	2.90	2.71	3.66
Vòng quay tài sản (lần)	1.79	1.41	1.36	1.29	1.29
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.44	0.11	1.48	2.34	1.52
Số ngày tồn kho	41.2	47.3	48.2	48.3	48.5
Số ngày phải thu	39.7	37.1	38.1	38.2	38.4
Số ngày phải trả	38.8	43.1	37.4	37.4	37.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(7.70)	(21.6)	(19.9)	(26.1)	(29.5)
Nợ/tài sản (%)	14.5	19.2	19.3	19.5	19.5
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.21	11.3	4.39	4.59	4.06
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.41	2.24	2.59	2.75	2.89
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.54	0.60	0.60	0.59	0.54
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.74	48.9	18.6	17.6	14.2
P/E (lần)	9.98	137	36.2	37.1	29.4
P/E ĐC (lần)	10.4	300	42.3	43.5	33.3
P/B (lần)	1.50	1.56	1.49	1.43	1.37
Lợi suất cổ tức (%)	2.51	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn