

Giảm tỷ trọng

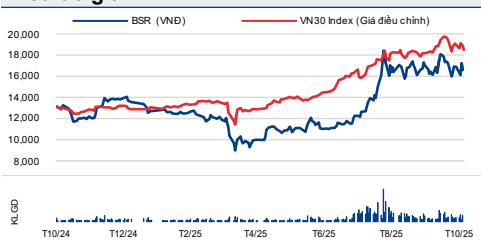
Giá mục tiêu: VNĐ14,551

Tiềm năng tăng/giảm: -12.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (31/10/2025)	16,650
Mã Bloomberg	BSR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,009-18,514
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,573
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	83,372
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,168
Slg CP lưu hành (tr.đv)	5,007
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



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	123,027	120,760	117,325
EBITDA đc (tỷ đồng)	1,498	3,921	3,916
LNTT (tỷ đồng)	736	2,964	2,899
LNT ĐC (tỷ đồng)	287	2,039	1,987
FCF (tỷ đồng)	397	110	2,671
EPS ĐC (đồng)	57.4	407	397
DPS (đồng)	0	0	0
BVPS (đồng)	11,085	11,561	12,026
T.trưởng EBITDA (%)	(85.6)	162	(0.12)
T.trưởng EPS ĐC (%)	(92.7)	278	(2.19)
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	1.22	3.25	3.34
Tỷ suất LNTT (%)	0.60	2.45	2.47
Tỷ suất LNT ĐC (%)	0.51	1.97	1.99
Tỷ lệ LN trả CT (%)	0	0	0
Nợ thuần/VCSH (%)	(21.6)	(19.9)	(26.1)
ROAE (%)	1.12	4.20	3.95
ROACE (%)	(1.26)	2.90	2.71
EV/doanh thu (lần)	0.57	0.58	0.56
EV/EBITDA ĐC (lần)	46.9	17.8	16.8
P/E ĐC (lần)	290	40.9	42.0
P/B (lần)	1.50	1.44	1.38
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0

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

Chuyên viên phân tích

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

Q3/2025: Lợi nhuận thuần vượt dự báo

- Lợi nhuận thuần Q3/2025 đạt 908 tỷ đồng (so với lỗ 1,2 nghìn tỷ đồng cùng kỳ và tăng 7% so với quý trước) và cao hơn kỳ vọng của HSC. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 2,2 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 90% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi.
- Lợi nhuận cao hơn kỳ vọng là nhờ sản lượng tiêu thụ Q3/2025 tăng 15% so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi sự phục hồi của crack spread (chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm). Lợi nhuận gộp trên mỗi tấn sản phẩm trong Q3/2025 đạt 0,51 triệu đồng (so với lỗ 0,86 triệu đồng trong Q3/2024).
- Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng với giá mục tiêu 14.551đ. BSR đang giao dịch với P/E điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 41,8 lần, sát với mức bình quân từ tháng 1/2023.

Sự kiện: Công bố KQKD Q3/2025

Lợi nhuận thuần Q3/2025 đạt 908 tỷ đồng (so với lỗ 1,2 nghìn tỷ đồng cùng kỳ và tăng 7% so với quý trước) và cao hơn kỳ vọng của HSC. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 2,2 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 90% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi.

Lợi nhuận cao hơn kỳ vọng là nhờ sản lượng tiêu thụ Q3/2025 tăng 15% so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi sự phục hồi của chênh lệch giá dầu sản phẩm và dầu thô. Trong quý 3, tổng sản lượng tiêu thụ của BSR đạt 1,95 triệu tấn (so với 1,7 triệu tấn trong Q3/2024). Lợi nhuận gộp trên mỗi tấn trong Q3/2025 đạt 0,52 triệu đồng, so với lỗ 0,86 triệu đồng trong Q3/2024 và sát với lợi nhuận gộp trên mỗi tấn trong Q2/2025 ở mức 0,51 triệu đồng.

BSR đang trong quá trình nâng cấp nhà máy lọc dầu chính, dự kiến hoàn thành vào năm 2028, với tổng chi phí vốn ước tính là 1,3 tỷ USD. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng với giá mục tiêu 14.551đ và vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với BSR do áp lực cạnh tranh dài hạn của ngành lọc dầu toàn cầu.

Các rủi ro chính đối với BSR là sự sụt giảm của giá dầu thô và giá các sản phẩm xăng dầu. Ngoài ra, tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng dưới 10% là một rủi ro khác cho cổ đông. Các quy định mới yêu cầu tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng của cổ phiếu không được thấp hơn 10%. Nếu không đáp ứng tiêu chí này, cổ phiếu sẽ đối mặt với nguy cơ bị hủy niêm yết. Trong khi đó, động lực tăng trưởng chính cho BSR có thể là khả năng được thêm vào giỏ chỉ số VN30 vào tháng 1/2026. Điều này có thể giúp cổ phiếu thu hút thêm dòng vốn thụ động. BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 41,8 lần, sát với mức bình quân từ tháng 1/2023.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/11.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, BSR

Lợi nhuận thuần đạt 90% ước tính cả năm của HSC

Tỷ đồng	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T25	So với cùng kỳ	% dự báo HSC
Doanh thu	35,290	10%	-4%	103,957	19%	86%
Giá vốn hàng bán	-34,282	3%	-4%	-101,550	17%	
Lợi nhuận gộp	1,009	-169%	-2%	2,407	747%	
Chi phí BH&QL	-341	16%	-10%	-1,002	22%	
Thu nhập tài chính	553	0%	24%	1,463	-20%	
Chi phí tài chính	-164	31%	34%	-388	-25%	
Thu nhập thuần khác	-6	-211%	-173%	25	24%	
Lợi nhuận thuần	908	-175%	7%	2,152	201%	90%

Nguồn: HSC

Bảng 2: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, BSR

Sản lượng tiêu thụ tăng 15% so với cùng kỳ trong Q3/2025

	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	1,963	15%	-4%	8,354	5,803	-31%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1,009	-169%	-2%	284	2,421	752%
Crack spread (triệu đồng/tấn)	0.51	-159%	2%	0.03	1.23	3520%

Nguồn: HSC

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)	1,727	126	476	465	586
EPS ĐC (đồng)	1,659	57.4	407	397	517
DPS (đồng)	432	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	5,007	5,007	5,007	5,007	5,007
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	5,007	5,007	5,007	5,007	5,007
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,007	5,007	5,007	5,007	5,007

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)	11,462	11,085	11,561	12,026	12,612
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)	0.52	0.57	0.58	0.56	0.52
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.46	46.9	17.8	16.8	13.5
P/E (lần)	9.64	132	35.0	35.8	28.4
P/E ĐC (lần)	10.0	290	40.9	42.0	32.2
P/B (lần)	1.45	1.50	1.44	1.38	1.32
Lợi suất cổ tức (%)	2.60	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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM
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