

CTCP LỘC – HÓA DẦU BÌNH SƠN (HOSE: BSR)

Ngành: Dầu khí

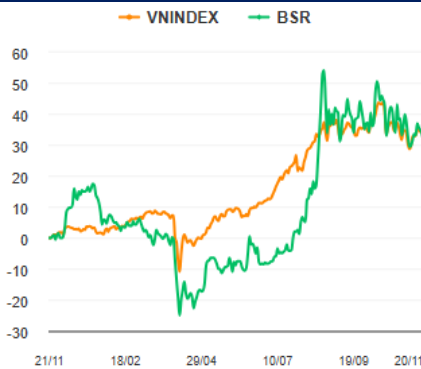
BÁO CÁO CẬP NHẬT

Ngày 21/11/2025

Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	79.115
Số CP đang lưu hành (triệu cp)	5.007
Giá thị trường (đồng)	15.800
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	18.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	9.000
KLCP trung bình 20 phiên (cp)	5.850.250
GTGD trung bình 20 phiên (tỷ đồng)	110,3
EPS (đồng/cp)	411,9
P/E (lần)	38,4
BVPS (đồng/cp)	11.468
P/B (lần)	1,4

Biến động giá cổ phiếu



Biến động giá (%)

	1th	3th	Ytd
BSR	-3,0	-14,7	11,9
VNINDEX	-0,5	-2,0	30,6

Cơ cấu cổ đông

PVN	92,1%
Còn lại	7,9%

Đơn vị: Tỷ đồng

	KHKD 2025	9T2025	% TH
Doanh thu	114.447	103.957	91%
LNST	746	2.152	288%

Chuyên viên phân tích:

Lê Nguyên Anh Phương

Email: phuong.lna@bsi.com.vn

KQKD Q3/2025: Kết quả vượt kỳ vọng nhờ Crack spread hồi phục

CTCP Lộc hóa Dầu Bình Sơn (BSR) công bố KQKD quý 3/2025 vượt kỳ vọng với doanh thu đạt 35.290 tỷ đồng (+10% YoY, -4% QoQ) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 908 tỷ đồng (cùng kỳ năm trước bị lỗ, +7% QoQ). Động lực cho sự tăng trưởng mạnh mẽ này đến từ (1) sản lượng tiêu thụ cao hơn cùng kỳ năm trước; (2) biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể lên 2,9% nhờ crack spread các sản phẩm phục hồi tích cực.

Khả năng được thêm vào rổ chỉ số VN30 vào tháng 1/2026

Ngày 30/10/2025, BSR đã tăng vốn điều lệ lên hơn 50.000 tỷ đồng thông qua đợt phát hành cổ phiếu để trả cổ tức và cổ phiếu thưởng. Với vốn hóa hiện tại cùng với thanh khoản ở mức cao, BSR hoàn toàn có khả năng sẽ được thêm vào rổ chỉ số VN30 vào tháng 1/2026. Trước đó, vào tháng 7, HoSE thực hiện đánh giá lại chỉ số VN30, nhấn mạnh BSR đã đáp ứng hầu hết tiêu chí cần thiết để được xem xét, ngoại trừ điều kiện về thời gian niêm yết tối thiểu 6 tháng. Còn thời điểm hiện tại, BSR đã đủ thời gian niêm yết.

BSR không chịu rủi ro hủy niêm yết dù không đạt tỷ lệ sở hữu

Theo điểm a, Khoản 1, Điều 32 Luật Chứng khoán sửa đổi (có hiệu lực từ ngày 1/1/2025), công ty đại chúng phải có tối thiểu 10% cổ phiếu có quyền biểu quyết được nắm giữ bởi ít nhất 100 cổ đông nhỏ lẻ. Quy định này nhằm tăng tính đại chúng của doanh nghiệp niêm yết, song cũng khiến nhiều công ty có tỷ lệ sở hữu tập trung đối mặt nguy cơ bị hủy niêm yết.

Tuy nhiên, theo Khoản 7, Điều 59 Luật Quản lý và đầu tư vốn Nhà nước vào doanh nghiệp (số 68/2025/QH15), BSR sẽ không bị mất tư cách công ty đại chúng, do được chuyển đổi từ doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ thành công ty cổ phần đang niêm yết.

Khuyến nghị: Với quan điểm thận trọng, chúng tôi duy trì khuyến nghị **Theo dõi** khi cho rằng BSR phải đối mặt áp lực cạnh tranh dài hạn trong ngành lọc dầu toàn cầu, đặc biệt là mức thuế nhập khẩu xăng dầu vào Việt Nam có lộ trình giảm dần.

Các yếu tố theo dõi:

- Biến động giá dầu thô và biên lọc dầu các sản phẩm
- Tiến độ thực hiện dự án NCMR NMLD Dung Quất
- Chính sách liên quan đến kinh doanh sản phẩm xăng, dầu

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản:

Quý – VNDbn	Q3/24	Q3/25	% YoY	9T2024	9T2025	2025F	% sv ước tính
Doanh thu thuần	31.946	35.290	10%	87.059	103.957	133.240	78%
Lợi nhuận gộp	(1.470)	1.009	n/a	284	2.421	3.045	80%
Lợi nhuận từ HĐKD	(1.763)	668	n/a	(538)	1.417	1.685	84%
LNTT	(1.329)	1.051	n/a	782	2.504	3.136	80%
LNST & CĐTS	(1.210)	908	n/a	715	2.152	2.791	77%
Biên lợi nhuận gộp	-4,6%	2,9%		0,3%	2,3%	2,3%	
Biên lợi nhuận ròng	-3,8%	2,6%		0,8%	2,1%	2,1%	

I. Cập nhật KQKD Quý 3/2025

Quý - VNDbn	Q3/24	Q2/25	Q3/25	% YoY	% QoQ	2024	2025F	% YoY	% sv ước tính
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	1.721	2.125	1.943	13%	-9%	6.458	7.540	17%	77%
Doanh thu thuần	31.946	36.772	35.290	10%	-4%	123.027	133.240	8%	78%
Diesel DO	12.350	16.105	14.810	20%	-8%	49.842	53.787	8%	82%
Mogas 95	10.491	11.768	12.249	17%	4%	37.624	45.059	20%	76%
Mogas 92	2.998	2.567	1.936	-35%	-25%	12.406	9.032	-27%	78%
Jet A1	2.618	2.416	2.603	-1%	8%	9.627	10.107	5%	73%
LPG	1.837	2.004	1.805	-2%	-10%	6.608	8.363	27%	70%
PP	812	648	823	1%	27%	3.527	3.320	-6%	73%
Khác	839	1.265	1.065	27%	-16%	3.394	3.572	5%	82%
Lợi nhuận gộp	(1.470)	1.030	1.009	-169%	-2%	491	3.045	520%	80%
Chi phí SG&A	293	380	341	16%	-10%	1.213	1.361	12%	74%
Lợi nhuận từ CTLK	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LN từ HĐKD	(1.763)	650	668	-138%	3%	(722)	1.685	-333%	84%
Thu nhập tài chính	554	446	553	0%	24%	2.230	2.049	-8%	71%
Chi phí tài chính	125	122	164	31%	34%	800	629	-21%	62%
Lợi nhuận khác	5	8	(6)	-212%	-174%	28	32	15%	38%
LNTT	(1.329)	981	1.051	-179%	7%	736	3.136	326%	80%
LNST	(1.209)	847	909	-175%	7%	591	2.791	372%	77%
LNST sau lợi ích CĐTS	(1.210)	846	908	-175%	7%	631	2.791	342%	77%
<i>Biên lãi gộp</i>	<i>-4,6%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,9%</i>			<i>0,4%</i>	<i>2,3%</i>		
<i>Biên lãi ròng</i>	<i>-3,8%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,6%</i>			<i>0,5%</i>	<i>2,1%</i>		

Nguồn: BSR, BETA tổng hợp

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR) công bố KQKD quý 3/2025 vượt kỳ vọng với doanh thu đạt 35.290 tỷ đồng (+10% YoY, -4% QoQ) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 908 tỷ đồng (cùng kỳ năm trước bị lỗ, +7% QoQ). Động lực dẫn đến cho sự tăng trưởng mạnh mẽ này đến từ (1) sản lượng tiêu thụ cao hơn cùng kỳ năm trước (quý 3/2024 không bị ảnh hưởng do tiến hành bảo dưỡng tổng thể); (2) biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể lên 2,9% (so với biên lãi gộp cùng kỳ năm trước là -4,6%) nhờ crack spread của các sản phẩm đều cải thiện tích cực trong quý vừa rồi khi giá dầu thô giảm với tốc độ nhanh hơn.

Cụ thể:

- Nhà máy lọc dầu Dung Quất duy trì công suất vận hành ổn định ở mức bình quân 118%, sản lượng sản xuất đạt hơn 5,87 triệu tấn. Trong quý 3/2025, ảnh hưởng bởi yếu tố mùa vụ, sản lượng tiêu thụ đạt 1,94 triệu tấn (+13% YoY; -9% QoQ) giúp tối ưu chi phí cố định trên mỗi đơn vị sản phẩm so với cùng kỳ.
- Dầu Diesel vẫn là sản phẩm chủ lực có doanh thu lớn nhất và đóng góp chính vào lợi nhuận gộp của BSR. Trong khi xăng A92, A95 và hạt nhựa PP tiếp tục tình trạng kinh doanh lỗ vốn trong quý này.
- Giá dầu thô Brent biến động khá mạnh trong giai đoạn quý 3/2025, giảm từ mức 68 USD/thùng từ đầu tháng 7/2025 xuống còn 66 USD/thùng vào cuối tháng 9/2025, tác động tiêu cực đến giá trị hàng tồn kho. Trong quý này, BSR trích lập thêm 461 tỷ đồng vào dự phòng giảm giá hàng tồn kho (so với quý 2/2025 được hoàn nhập lại 192 tỷ đồng).

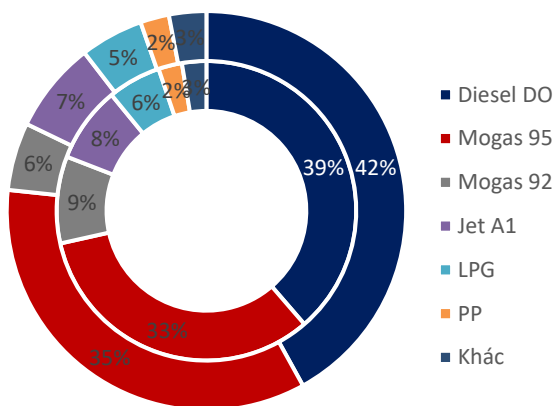
Ngoài ra, hoạt động tài chính trong quý 3/2025 ghi nhận lãi ròng 389 tỷ đồng, tương đương so với cùng kỳ năm ngoái khi lãi tiền gửi ngân hàng, chi phí lãi vay và lãi lỗ chênh lệch tỷ giá không có gì đột biến.

Lũy kế 9T2025, BSR có sự phục hồi kết quả kinh doanh vượt ngoài kỳ vọng với doanh thu đạt 103,9 nghìn tỷ đồng (+19% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 2.152 tỷ đồng (201% YoY), lần lượt hoàn thành 91% và 288% kế hoạch doanh thu và LNST của công ty.

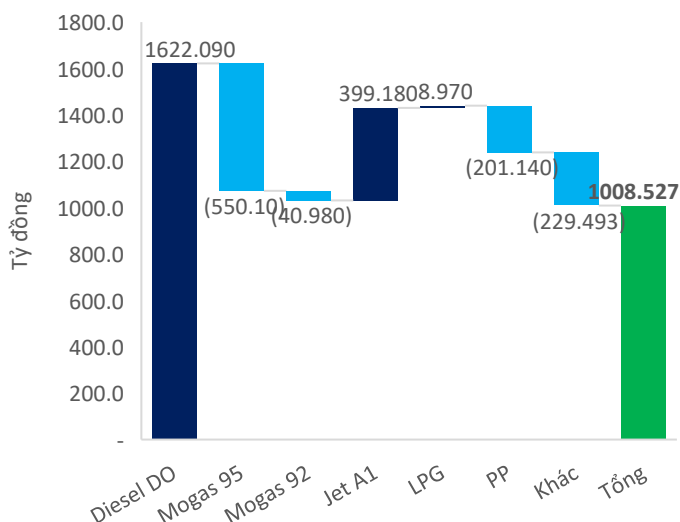
Nhìn chung, dù hoạt động kinh doanh chịu áp lực trước biến động khó lường của giá dầu thô và rủi ro đánh giá lại giá trị hàng tồn kho của công ty. Tuy nhiên, crack spread các sản phẩm xăng dầu đã hồi phục mạnh trong những tháng gần đây giúp cải thiện đáng kể biên lợi nhuận cho nhà máy. Do đó, chúng tôi thực hiện điều chỉnh tăng đối với dự phóng kết quả kinh doanh của công ty trong thời gian tới.

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm

*Vòng trong: Q3/2024, vòng ngoài: Q3/2025

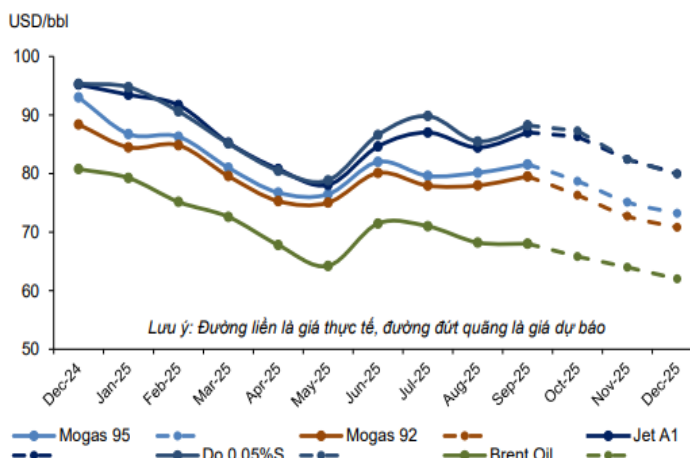


Cơ cấu lợi nhuận theo sản phẩm Q3/2025

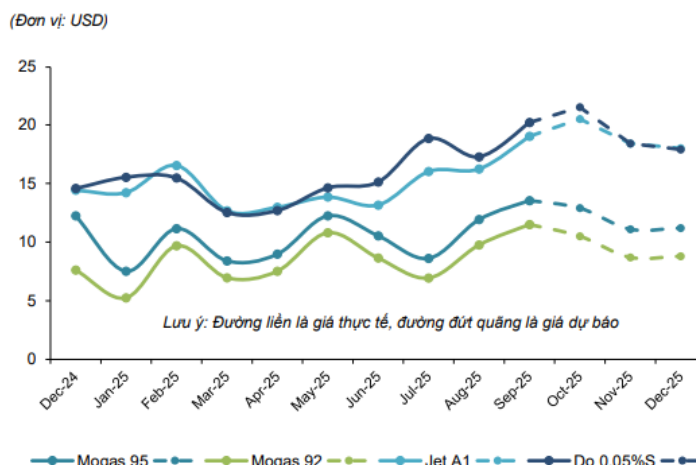


Nguồn: BSR, BETA tổng hợp

Diễn biến và dự báo giá dầu năm 2025



Diễn biến và dự báo Crack spread năm 2025



Nguồn: BSR, Wood Mackenzie, BETA tổng hợp

II. Cập nhật dự phóng KQKD

Đơn vị: Tỷ đồng

Khoản mục	2024	2025F	%YoY	2026F	%YoY	Nhận xét năm 2026
Giá dầu Brent (USD/thùng)	80	66	-18%	65	-2%	Nguồn cung chịu áp lực gia tăng sản lượng từ nhóm OPEC+ trong khi triển vọng kinh tế chưa ổn định.
Sản lượng bán (nghìn tấn)	6.458	7.540	17%	7.540	0%	Tiếp tục vận hành với hiệu suất cao trong năm 2026 khoảng 118% so với CSTK sau khi nhà máy được bảo dưỡng tổng thể.
Doanh thu thuần	123.027	133.240	8%	131.177	-2%	Giá dầu thô giảm tác động đến giá bán trong khi sản lượng tiêu thụ không thay đổi.
Lợi nhuận gộp	491	3.045	520%	4.161	37%	Cracks spread của các sản phẩm hồi phục giúp mở rộng biên lợi nhuận gộp
- Diesel DO	2.606	4.434	70%	4.529	2%	Kỳ vọng crack spread ổn định nhờ nhu cầu cho vận tải hàng hóa (xe tải, tàu biển) và công nghiệp cải thiện.
- Mogas 95	(1.688)	(1.991)	18%	(1.642)	-17%	Nhu cầu tiêu thụ xăng trên thế giới chịu áp lực từ tăng EV/tối ưu hóa nhiên liệu. Trong khi thị trường Việt Nam mở cửa, thuế xăng nhập khẩu từ các nước ASEAN giảm về 0% khiến biên lợi nhuận khó hồi phục.
- Mogas 92	(876)	(475)	-46%	(464)	-2%	
- Jet A1	1.162	1.414	22%	1.835	30%	Tăng tương tốt nhờ ngành du lịch hàng không toàn cầu phục hồi.
- LPG	244	679	178%	437	-36%	Biến động mạnh, phụ thuộc nhiều vào sản lượng, thời tiết (mùa đông).
- PP	(1.007)	(697)	-31%	(829)	19%	Dư thừa công suất hóa dầu ở Trung Quốc mới gây áp lực lên margin lên toàn cầu.
- Khác	58	329	469%	417	26%	Thông tư 50/2025/TT-BCT kỳ vọng thúc đẩy nhu cầu đối với xăng sinh học.
Chi phí SG&A	1.213	1.361	12%	1.360	0%	
Lợi nhuận từ CTLK	-	-		-		
Lợi nhuận từ HĐKD	(722)	1.685	-333%	2.802	66%	
Thu nhập tài chính	2.230	2.049	-8%	2.207	8%	
Chi phí tài chính	800	629	-21%	715	14%	Chi phí lãi vay cho dự án NCMR nhà máy được vốn hóa trong thời gian xây dựng.
Lợi nhuận khác	28	32	15%	32	-2%	
LNTT	736	3.136	326%	4.325	38%	
LNST	591	2.791	372%	3.850	38%	
LNST & CĐTS	631	2.791	342%	3.850	38%	
<i>Biên lãi gộp</i>	<i>0,4%</i>	<i>2,3%</i>		<i>3,2%</i>		
<i>Biên lãi ròng</i>	<i>0,5%</i>	<i>2,1%</i>		<i>2,9%</i>		

III. Định giá

Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi sử dụng 100% phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (FCFF) cho giai đoạn 2025-2035, để phản ánh hiệu quả đầu tư dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất. Qua đó, xác định mức giá phù hợp cho BSR là **15.000 đồng/cổ phiếu** (so với báo cáo cũ 12.600 đồng/cổ phiếu), tương đương với khả năng **giảm 5,1%** so với giá đóng cửa ngày báo cáo.

Tóm tắt định giá Chiết khấu dòng tiền (FCFF):

Đơn vị: Tỷ đồng

Chi phí vốn bình quân	Dự báo Dòng tiền tự do (FCFF)		
Hệ số Beta	1,1	NPV của DTTD giai đoạn 2025-2035	20.161
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn (g)	0%	Giá trị dòng tiền cuối cùng	93.342
Phân bù rủi ro thị trường	9,0%	NPV của giá trị dòng tiền cuối cùng	31.698
Tỷ lệ phi rủi ro	3,5%	Giá trị doanh nghiệp	51.858
Chi phí VCSH	13,4%	+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	41.564
Chi phí lãi vay	6,8%	- Nợ	18.020
Nợ %	30%	- Lợi ích CĐTS	32
Vốn %	70%	Giá trị VCSH	75.370
Thuế TNDN	10%	Số lượng cổ phiếu (triệu)	5.007
WACC %	11,4%	Giá trị mỗi cổ phiếu (VNĐ)	15.052

Bảng tính độ nhạy của giá cổ phiếu BSR:

		Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn (g)				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	9,5%	18.429	18.979	19.593	20.283	21.066
	10,5%	16.491	16.903	17.358	17.865	18.430
	11,5%	14.915	15.231	15.576	15.956	16.377
	12,5%	13.615	13.860	14.127	14.418	14.737
	13,5%	12.527	12.720	12.930	13.156	13.403

**ƯU ĐÃI
ĐỘC QUYỀN****BETA**
BETA SECURITIES INCLãi suất margin **7,99%/năm**Miễn lãi margin **10** ngày*Áp dụng với khách hàng mở mới tài khoảnPhí giao dịch chỉ **0,06%**

Miễn phí ứng trước tiền bán

WEBSITE



ZALO



TELEGRAM

Quét mã
Mở tài khoản ngay**TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo phân tích này xác nhận rằng: hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, người viết không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân người viết mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA (BETA).

Báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất kỳ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. Chuyên viên phân tích cũng như Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp. Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo phân tích này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA 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 vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA. Khi sử dụng các nội dung đã được BETA chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với BETA về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà BETA hoặc khách hàng của BETA phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.