

CTCP LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN - BSR

TÍCH CỰC

Giá thị trường (đồng/cp)	20,700
Cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	29,900
Thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	13,500
Giá mục tiêu (đồng/cp)	25,000
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tiềm năng tăng giá	20.8%

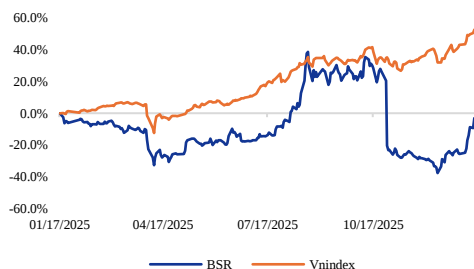
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Trung lập

Thị giá vốn (tỷ)	103,644
GTGD BQ 1 tháng (tỷ)	380
Sở hữu NN	1.19%
Số CP lưu hành (tr)	5.007

	Ngành	BSR	VNI
P/E TTM	36.21	50.73	14.37
P/B Current	1.97	1.81	1.6
ROE	5.66%	3.67%	13.5%
ROA	2.62%	2.48%	6.2%

*Dữ liệu ngày 16/01/2025

Diễn biến giá



Cơ cấu sở hữu

Cổ đông nhà nước	92.13%
Cổ đông nước ngoài	1.19%
Khác	6.68%

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Lộc hóa dầu Bình Sơn (BSR) sở hữu Nhà máy lọc dầu Dung Quất – nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam với tổng vốn đầu tư 3 tỷ USD, bắt đầu vận hành thương mại từ năm 2011. Nhà máy lọc dầu có công suất thiết kế ~6,5 triệu tấn dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh thấp mỗi năm

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thành Vinh – vinhnt@nsi.vn

Điểm nhấn tài chính

Năm 2025 sản lượng sản xuất của Công ty CP Lộc Hóa dầu Bình Sơn đạt 7.9 triệu tấn vượt 8%, doanh thu hơn 142 ngàn tỷ đồng vượt 2%, lợi nhuận trước thuế đạt hơn 4,540 tỷ đồng, vượt 262% kế hoạch, phản ánh hiệu quả vận hành cải thiện và đóng góp ổn định từ thu nhập tài chính trong bối cảnh crack spread bình thường hóa.

Luận điểm đầu tư

Động lực chính sách mang tính cấu trúc: Nghị quyết 66.6/2025/NQ-CP trao thêm quyền chủ động cho PVN trong phát triển các dự án dầu khí, qua đó hỗ trợ ổn định nguồn cung đầu vào và giảm rủi ro vận hành cho BSR trong vai trò doanh nghiệp hạ nguồn.

Crack spread duy trì ở mức đủ tốt: Crack spread tại châu Á được kỳ vọng phục hồi nhẹ trong năm 2026, dù dư địa cải thiện hạn chế, nhưng đủ để BSR vận hành nhà máy ở công suất cao và duy trì biên lợi nhuận ổn định.

Hưởng lợi từ chính sách xăng sinh học E10: Việc bắt buộc sử dụng xăng E10 từ năm 2026 làm gia tăng nhu cầu ethanol trong nước, tạo dư địa tăng trưởng cho BSR thông qua liên kết với Nhà máy Nhiên liệu sinh học Dung Quất.

Nâng cấp mở rộng Dung Quất – động lực dài hạn: Dự án Nâng cấp – Mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất giúp tăng công suất, cải thiện cơ cấu sản phẩm và nâng cao feedstock flexibility, tạo nền tảng tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Sức khỏe tài chính lành mạnh – bộ đệm vững chắc trước chu kỳ ngành: Tiền mặt ròng lớn cùng môi trường lãi suất duy trì ở mức cao giúp BSR ổn định lợi nhuận, giảm rủi ro chu kỳ crack spread và nâng cao biên an toàn cho nhà đầu tư.

Rủi ro đầu tư

Giá dầu giảm mạnh có thể gây áp lực chung lên tâm lý thị trường và giá cổ phiếu nhóm ngành dầu khí.

Rủi ro cạnh tranh thị phần từ xăng dầu nhập khẩu trong bối cảnh thuế nhập khẩu ưu đãi

Định giá

NSI sử dụng định giá BSR theo phương pháp P/B một cách thận trọng, với mức định giá cổ phiếu tương ứng là 25,000 đồng/cổ phiếu, hiệu suất sinh lời 20.8%

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Lọc – Hóa dầu Bình Sơn (HOSE: BSR) được thành lập vào năm 2008. BSR chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2018. Công ty là đơn vị quản lý vận hành Nhà máy lọc dầu Dung Quất - là công trình trọng điểm quốc gia có tổng số vốn đầu tư trên 3 tỷ USD, công suất chế biến 6.5 triệu tấn dầu thô/năm, tương đương 148,000 thùng/ngày. Công ty hiện chiếm khoảng 30% nhu cầu năng lượng của Việt Nam. Ngày 17/01/2025, BSR chính thức giao dịch trên sàn HOSE

Cơ cấu cổ đông

Tính đến năm 2025, **Công ty Cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)** vẫn là doanh nghiệp được **Nhà nước chi phối mạnh mẽ**. Theo dữ liệu mới nhất, **Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)** đang nắm giữ khoảng **92.13% vốn điều lệ của BSR**, điều này đồng nghĩa rằng phần lớn quyền kiểm soát và quyết định chiến lược lâu dài của công ty vẫn tập trung trong tay cổ đông Nhà nước.

Năm 2025 BSR nâng vốn điều lệ từ khoảng **31,005 tỷ đồng lên hơn 50,073 tỷ đồng** thông qua việc **phát hành hơn 1.9 tỷ cổ phiếu**, từ quỹ lợi nhuận giữ lại và quỹ đầu tư phát triển. Việc tăng vốn nhằm chuẩn bị nguồn lực nội bộ cho **Dự án nâng cấp – mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất**, giúp cải thiện năng lực sản xuất, xử lý dầu thô phức tạp hơn và nâng cao tính cạnh tranh trong dài hạn.

Liên quan đến thoái vốn Nhà nước: Theo luật chứng khoán sửa đổi có hiệu lực từ **01/01/2025** yêu cầu các công ty đại chúng phải có ít nhất **10% cổ phiếu tự do chuyển nhượng (free-float)** để đáp ứng các tiêu chí niêm yết và thu hút dòng vốn tổ chức. Để tuân thủ quy định này, ban lãnh đạo BSR và PVN đã tiết lộ khả năng **thoái khoảng 2.13% vốn cổ phần Nhà nước trong ngắn hạn**, mục tiêu nhằm đưa tỷ lệ sở hữu Nhà nước xuống dưới ngưỡng 90% và tăng tính thanh khoản của cổ phiếu trên thị trường. Các cuộc thảo luận với nhà đầu tư tiềm năng đang được tiến hành, dù chưa có kế hoạch cụ thể chính thức được hoàn thiện.

Tuy nhiên, ngay cả với việc thoái một phần nhỏ vốn, PVN vẫn sẽ duy trì quyền kiểm soát lớn tại BSR, và vai trò của Nhà nước trong định hướng chiến lược dài hạn không thay đổi. Trong trung và dài hạn, BSR cũng đang tìm kiếm cơ hội thu hút **đối tác chiến lược** có thể hỗ trợ không chỉ về tài chính mà còn về chuỗi cung ứng dầu thô và mạng lưới phân phối quốc tế — điều này có thể mở ra một bước ngoặt trong cấu trúc sở hữu nếu một đối tác ngoại quốc hoặc tổ chức lớn tham gia.

Nhìn tổng thể, cơ cấu sở hữu của BSR vẫn thiên về **sự thống nhất chiến lược với Nhà nước thông qua PVN**, nhưng các động thái thoái vốn nhỏ theo quy định pháp luật và nỗ lực tìm kiếm đối tác chiến lược cho dự án nâng cấp mở rộng cho thấy **cấu trúc cổ đông đang dần dịch chuyển hướng thị trường hơn**, mở ra khả năng tăng **free-float**, cải thiện **thanh khoản**, và định giá lại cổ phiếu trong dài hạn.

Cập nhật KQKD 2025: Kết quả vượt kì vọng nhờ Crack spread hồi phục

Đơn vị: tỷ đồng	9T.2024	9T.2025	YoY
Sản lượng sản xuất (triệu tấn)	4.77	5.87	23.1%
Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)	4.46	5.8	30%
Doanh thu thuần	87,059	103,957	19.4%
Lợi nhuận gộp	284	2,407	747.5%
DT hoạt động tài chính	1,820	1,463	-19.6%
CP tài chính	-520	-388	-25.2%
Trong đó CP lãi vay	-178	-199	12%
Lãi công ty liên kết	0.00	0.00	
SG&A	-822	-1,003	-22%
LN trước thuế	782	2,504	220.2%
LN sau thuế	674	2,155	219.5%
LN Công ty mẹ	715.22	2,151.93	200.9%
EPS (đồng)	231.00	694.00	200.4%
Biên LN gộp	0.3%	2.3%	
Biên LN ròng	0.8%	2.1%	
SG&A/DT	0.9%	1%	
CP lãi vay/DT	0.2%	0.2%	

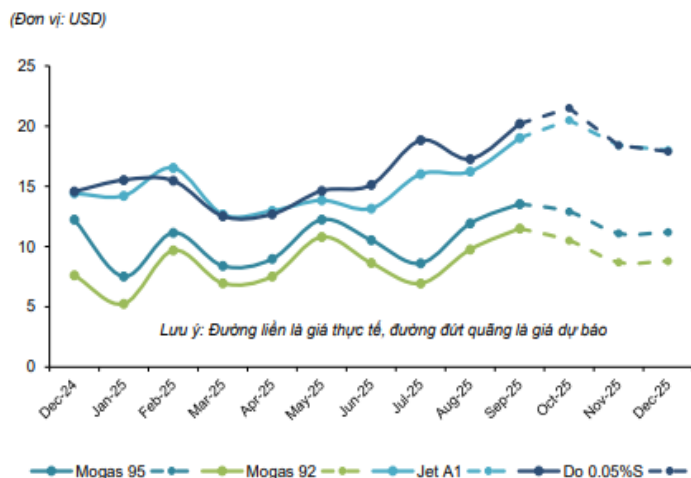
Biên lợi nhuận gộp phục hồi mạnh

Trong 9 tháng đầu năm 2025, BSR ghi nhận sự cải thiện rõ rệt về khả năng sinh lời, thể hiện qua cả biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng, dù đặc thù ngành lọc dầu khiến các chỉ tiêu biên vẫn duy trì ở mức thấp so với nhiều ngành khác.

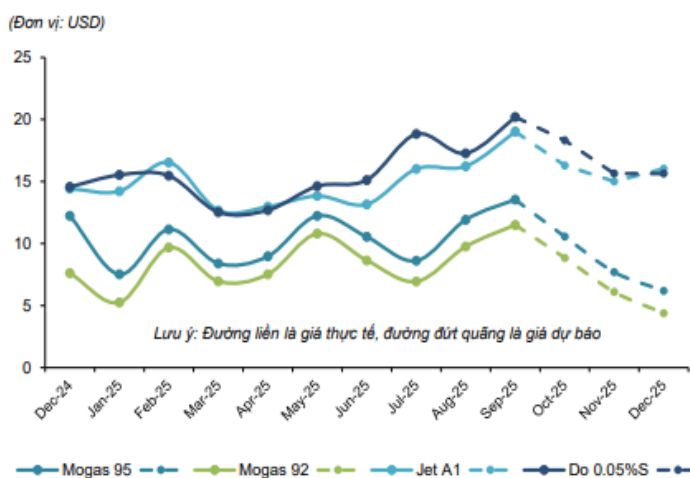
Cụ thể, doanh thu thuần 9 tháng đạt khoảng 104 nghìn tỷ đồng (+19.4% YoY), trong khi lợi nhuận gộp đạt hơn 2.400 tỷ đồng (+747.5% YoY), tương ứng biên lợi nhuận gộp khoảng 2.3%, tăng mạnh so với mức gần như tiệm cận 0% của cùng kỳ năm trước. Sự cải thiện này là rất đáng kể trong bối cảnh BSR vận hành với quy mô doanh thu rất lớn, cho thấy chỉ cần biên gộp cải thiện vài điểm phần trăm đã tạo ra mức tăng trưởng lợi nhuận tuyệt đối đáng kể

NSI đánh giá biên lợi nhuận gộp của BSR trong giai đoạn 9 tháng 2025 phản ánh trực tiếp sự phục hồi của **crack spread** – chênh lệch giữa giá dầu thô đầu vào và giá sản phẩm đầu ra. Trong nhiều thời điểm của năm, giá dầu thô giảm nhanh hơn so với giá xăng dầu thành phẩm, qua đó giúp biên lọc dầu được mở rộng. Điều này cho phép BSR cải thiện lợi nhuận gộp mà không cần tăng tương ứng về sản lượng hay giá bán. **Đây là đặc trưng cốt lõi của mô hình kinh doanh lọc dầu: lợi nhuận không đến từ tăng trưởng doanh thu thuần túy mà đến từ sự dịch chuyển tương đối giữa đầu vào và đầu ra.**

Xu hướng Crack spread theo dự báo của Wood Makenzie



Xu hướng Crack Spread theo dự báo của Platts

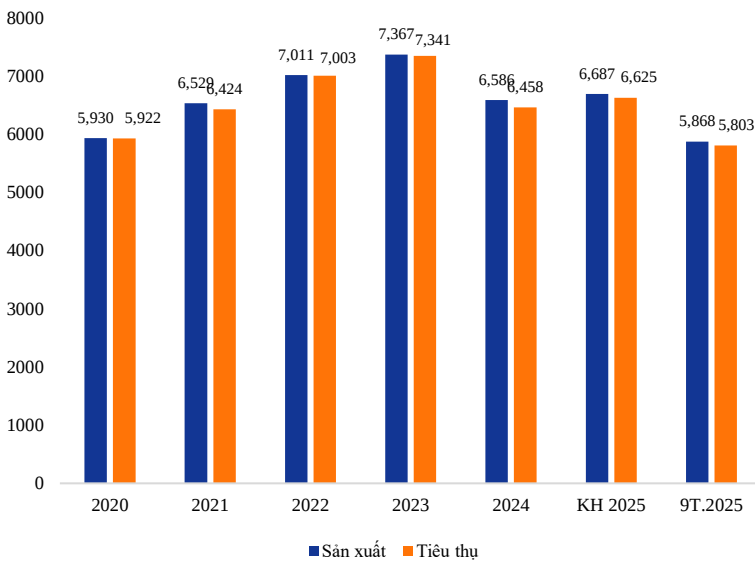


Nguồn: NSI tổng hợp

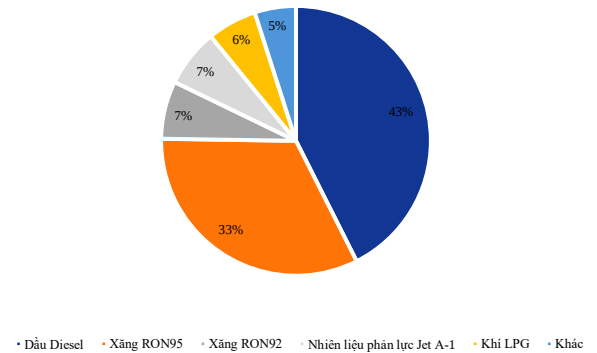
Bên cạnh yếu tố thị trường, **hiệu quả vận hành nhà máy** là nhân tố nội tại quan trọng hỗ trợ biên gộp trong 9 tháng 2025. Nhà máy Lọc dầu Dung Quất được vận hành ổn định ở mức công suất rất cao, xấp xỉ **110–120% công suất thiết kế quy đổi**, giúp BSR gia tăng sản lượng thương mại và đặc biệt là **hấp thụ tốt hơn chi phí cố định**. Với cấu trúc chi phí mang tính cố định lớn như lọc dầu (khấu hao, bảo dưỡng, nhân sự kỹ thuật), việc duy trì công suất cao làm giảm chi phí bình quân trên mỗi đơn vị sản phẩm, từ đó cải thiện biên lợi nhuận gộp ngay cả khi biên lọc không tăng đột biến.

Tuy nhiên, cần lưu ý **rằng sự cải thiện biên gộp của BSR không đồng đều giữa các nhóm sản phẩm**. Trong 9 tháng 2025, **diesel và một số sản phẩm trung gian** đóng vai trò chính trong việc tạo lợi nhuận gộp, trong khi các mảng như xăng Mogas hoặc polypropylene (PP) vẫn chịu áp lực biên lợi nhuận thấp ở một số thời điểm. Điều này khiến biên lợi nhuận gộp hợp nhất của BSR dù cải thiện nhưng vẫn duy trì ở mức khiêm tốn quanh 2–3%, phản ánh đúng tính chu kỳ và cạnh tranh cao của ngành lọc – hóa dầu.

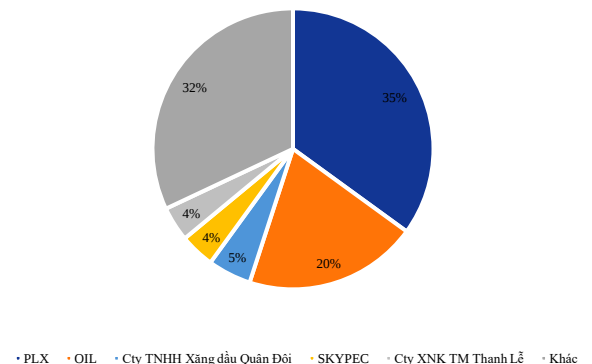
Xu hướng sản lượng sản xuất và tiêu thụ của BSR



Phân loại doanh thu theo sản phẩm 9T.2025



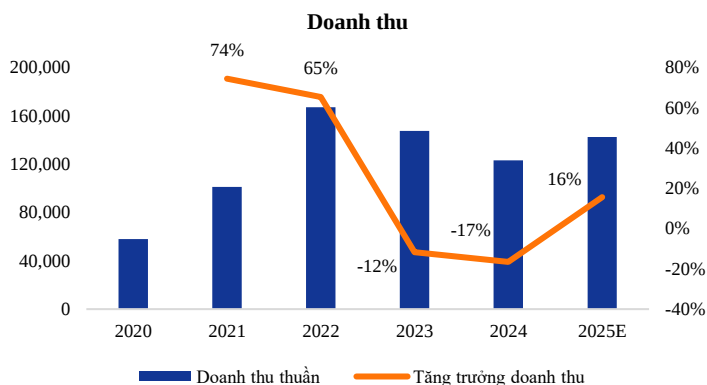
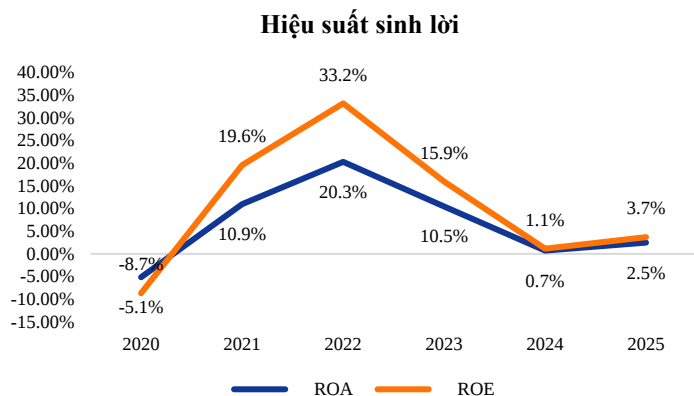
Phân loại doanh thu theo khách hàng 9T.2025



Nguồn: NSI tổng hợp

Biên lợi nhuận ròng 9 tháng 2025 của BSR đạt khoảng 2.1%, tương ứng lợi nhuận sau thuế hơn **2.150 tỷ đồng**. Ngoài việc biên gộp cải thiện, biên ròng còn được hỗ trợ đáng kể bởi **thu nhập tài chính lớn**, chủ yếu đến từ tiền gửi và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn. Trong bối cảnh doanh nghiệp duy trì lượng tiền mặt dồi dào và nợ vay ở mức thấp, thu nhập tài chính đóng vai trò như một “bộ đệm”, giúp ổn định lợi nhuận ròng khi biên lợi nhuận gộp của hoạt động cốt lõi vẫn tương đối mỏng.

Tính chung cả năm 2025, BSR ước ghi nhận doanh thu khoảng **142–143 nghìn tỷ đồng** và lợi nhuận trước thuế khoảng **4.500–4.700 tỷ đồng**, cho thấy biên lợi nhuận gộp và biên ròng của cả năm nhiều khả năng duy trì quanh mức của 9 tháng đầu năm. Đây có thể được xem là một năm “đỉnh chu kỳ tương đối” của BSR, khi doanh nghiệp vừa **tận dụng tốt điều kiện thị trường thuận lợi (crack spread cải thiện)**, vừa khai thác hiệu quả tài sản hiện hữu thông qua vận hành công suất cao. Tuy nhiên, ngay cả trong bối cảnh thuận lợi này, **biên lợi nhuận của BSR vẫn mang tính mỏng**, cho thấy mức độ nhạy cảm rất cao của lợi nhuận đối với biến động giá dầu và chênh lệch giá sản phẩm.



Nguồn: Fiinpro, NSI tổng hợp

Phân tích tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

	30/9/2025	1/1/2025
Tài sản ngắn hạn	68,426	71,516
Tiền và tương đương tiền	11,010	28,995
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	31,112	14,022
Các khoản phải thu	14,359	12,457
Hàng tồn kho, ròng	11,871	15,891
Tài sản dài hạn	15,418	16,871
Phải thu dài hạn	548	549
Tài sản cố định	11,702	13,216
Giá trị ròng tài sản đầu tư	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	1,949	1,353
Đầu tư dài hạn	10	10
Tài sản dài hạn khác	1,209	1,745
Tổng cộng tài sản	83,844	88,387
Nợ phải trả	26,390	32,849
Nợ ngắn hạn	25,530	31,984
Nợ dài hạn	860	865
Vốn chủ sở hữu	57,454	55,538
Tổng cộng nguồn vốn	83,844	88,387

BSR sở hữu tỷ trọng tiền mặt cao

Tính đến ngày 30/9/2025, tổng tài sản của BSR đạt 83,844 tỷ đồng, giảm nhẹ khoảng 5% so với đầu năm, tương ứng mức tăng tuyệt đối 4,543 tỷ đồng. Đáng chú ý, tiền và tiền gửi ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao trong tổng cơ cấu tài sản của BSR, lên tới 50%, phản ánh dòng tiền dồi dào trong bối cảnh nhà máy chạy công suất cao.

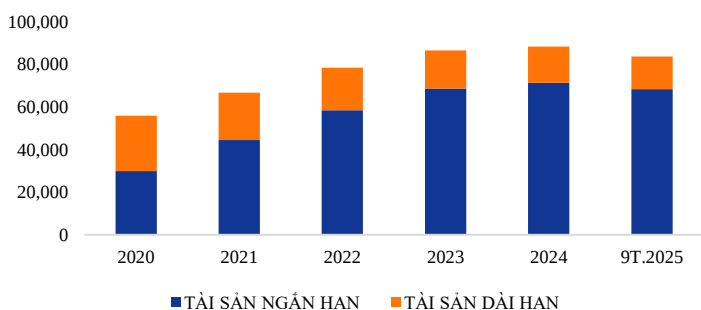
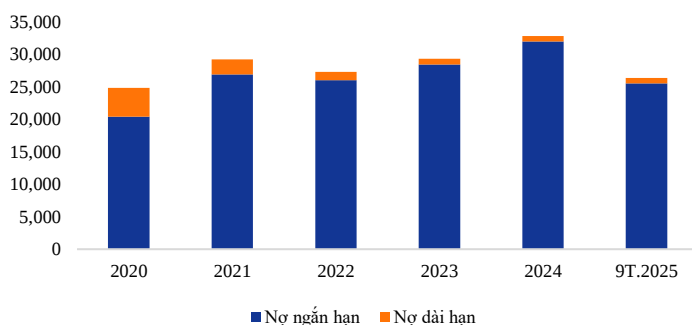
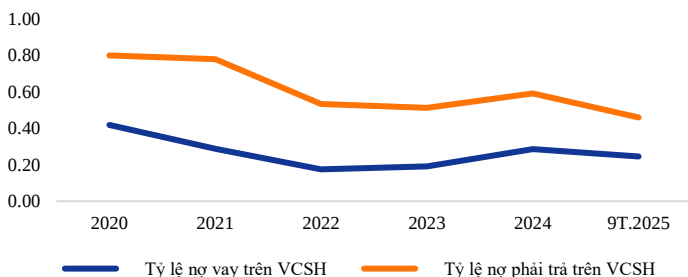
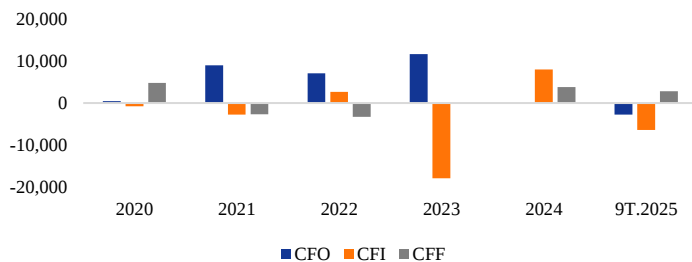
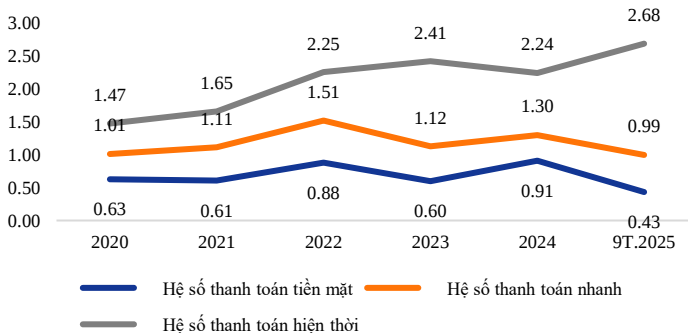
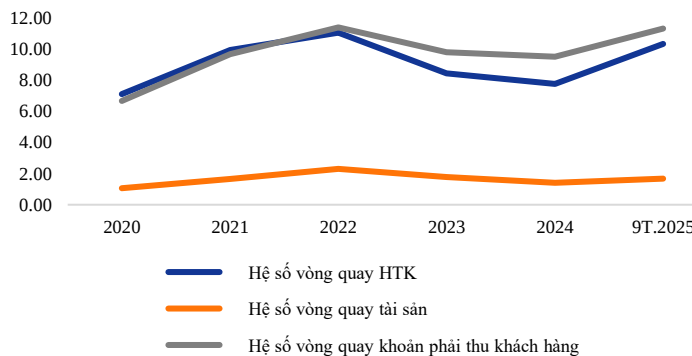
NSI đánh giá so với các năm trước, cấu trúc tài sản của BSR mang tính **phòng thủ rõ rệt hơn**, khi doanh nghiệp ưu tiên duy trì thanh khoản thay vì mở rộng mạnh tài sản dài hạn. Điều này giúp BSR giảm rủi ro tài chính trong bối cảnh ngành lọc dầu mang tính chu kỳ cao, đồng thời tạo dư địa để tài trợ cho các dự án đầu tư lớn (đặc biệt là nâng cấp – mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất) mà không phụ thuộc quá nhiều vào nợ vay.

Về tài sản dài hạn, giá trị tài sản cố định và tài sản dở dang dài hạn gần như không thay đổi lớn so với cuối năm 2024, cho thấy năm 2025 chưa phải là giai đoạn BSR đẩy mạnh giải ngân đầu tư. Điều này phù hợp với bối cảnh doanh nghiệp đang ở giai đoạn chuẩn bị và hoàn thiện thủ tục cho dự án nâng cấp – mở rộng, trong khi ưu tiên tận dụng tối đa tài sản hiện hữu để tạo dòng tiền

Cơ cấu nợ: Đòn bẩy tài chính thấp, vay nợ dài hạn thấp giúp BSR linh hoạt hơn khi bước sang giai đoạn thị trường kém thuận lợi hoặc khi crack spread thu hẹp.

BSR gần như không ghi nhận nợ vay dài hạn tại Q3/2025, tương tự cuối năm 2024 nhưng mang ý nghĩa tích cực hơn khi quy mô tài sản và tiền mặt tăng lên. Điều này đồng nghĩa doanh nghiệp vận hành với trạng thái “net cash” rất lớn, khác biệt rõ so với nhiều doanh nghiệp công nghiệp – năng lượng khác vốn sử dụng đòn bẩy tài chính cao.

Nợ phải trả của BSR chủ yếu là nợ ngắn hạn mang tính vận hành, bao gồm phải trả người bán dầu thô, phải trả chi phí, thuế và các khoản phải trả nội bộ chuỗi cung ứng. Tổng nợ phải trả tại Q3/2025 ghi nhận 26,390 tỷ đồng, giảm khoảng 6,500 tỷ đồng so với cuối năm 2024 khi quy mô tồn kho được kiểm soát tốt hơn. Hệ số nợ phải trả/vốn chủ sở hữu duy trì ở mức thấp, khoảng 0.4–0.45 lần, cho thấy rủi ro tài chính của BSR ở mức thấp so với mặt bằng doanh nghiệp sản xuất nặng.

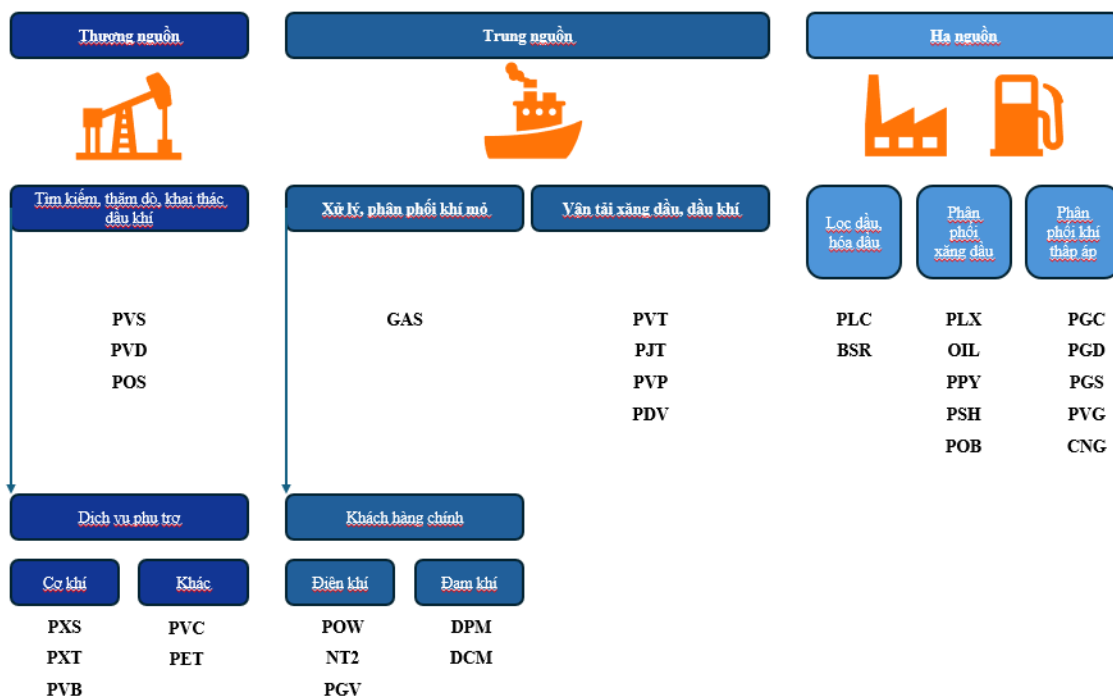
Cơ cấu tài sản

Cơ cấu nợ

Nợ vay/VCSH; D/E

Chất lượng dòng tiền

Hệ số thanh toán

Hiệu quả hoạt động


Nguồn: Fiinpro, NSI tổng hợp

Luận điểm đầu tư

1. Động lực chính sách mang tính cấu trúc: Nghị quyết 66.6 trao thêm quyền hạn cho PVN nhằm tăng tốc phát triển các dự án dầu khí.

Chuỗi giá trị ngành dầu khí tại Việt Nam



Nguồn: NSI tổng hợp

Nghị quyết **66.6/2025/NQ-CP** trao thêm thẩm quyền cho **Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)** trong việc phê duyệt và điều chỉnh kế hoạch phát triển các dự án dầu khí, qua đó **đẩy nhanh tiến độ thăm dò – khai thác và phát triển mỏ** trong giai đoạn 2026–2030. Mặc dù **Công ty Cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)** không trực tiếp hoạt động ở thượng nguồn, nhưng với vai trò là **doanh nghiệp hạ nguồn**, BSR hưởng lợi gián tiếp nhưng mang tính nền tảng từ việc chuỗi dầu khí được vận hành thông suốt hơn.

Cụ thể, khi các dự án thượng nguồn được triển khai nhanh hơn, **nguồn cung dầu thô trong nước trở nên ổn định hơn**, giúp BSR **giảm rủi ro gián đoạn đầu vào và phụ thuộc vào dầu nhập khẩu**, đồng thời tối ưu chi phí logistics và kế hoạch vận hành nhà máy. Trong dài hạn, sự liên kết hiệu quả hơn giữa thượng nguồn – trung nguồn – hạ nguồn dưới vai trò điều phối của PVN sẽ hỗ trợ BSR **duy trì công suất cao, cải thiện feedstock flexibility** và nâng cao hiệu quả kinh tế của Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, đặc biệt khi dự án Nâng cấp – Mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất (NCMR) đi vào triển khai.

NSI đánh giá Nghị quyết 66.6 được xem là **catalyst chính sách dài hạn** đối với BSR, không tạo tăng trưởng lợi nhuận ngay lập tức nhưng **giảm rủi ro cấu trúc và củng cố triển vọng ổn định cho doanh nghiệp hạ nguồn** trong bối cảnh nhu cầu xăng dầu nội địa tiếp tục tăng.

2. Crack spread tại châu Á được kỳ vọng phục hồi trong năm 2026, dù dư địa tăng bị giới hạn – Crack spread duy trì mức đủ tốt để tối ưu hiệu suất.

Crack spread tại khu vực châu Á được kỳ vọng **tiếp tục xu hướng phục hồi trong năm 2026**, nhờ nhu cầu tiêu thụ nhiên liệu duy trì tăng trưởng trong khi nguồn cung sản phẩm xăng dầu liên tục chịu tác động từ các yếu tố địa chính trị. Mặc dù theo công ty nghiên cứu thị trường McKenzie và Platts, **giá dầu thô được dự báo tiếp tục suy giảm trong năm 2026**, gây

áp lực giảm lên giá xăng dầu thành phẩm, nhưng tác động tiêu cực này **phần nào được bù đắp bởi các căng thẳng địa chính trị kéo dài**, đặc biệt là các cuộc tấn công vào hạ tầng năng lượng của Nga – một trong những nhà cung cấp chủ chốt dầu diesel và sản phẩm trung gian cho thị trường toàn cầu. Điều này khiến **thị trường sản phẩm tinh chế, đặc biệt là diesel, trở nên căng thẳng hơn**, qua đó hỗ trợ đà phục hồi của crack spread tại châu Á.

Tuy nhiên, **du địa cải thiện crack spread trong năm 2026 được đánh giá là hạn chế**, do áp lực từ phía nguồn cung toàn cầu. Cụ thể, công suất lọc dầu toàn cầu trong năm 2026 được dự báo tăng, chủ yếu đến từ các dự án mới tại châu Á, Trung Đông và châu Phi, trong khi công suất tại Mỹ lại giảm do đóng cửa hai nhà máy lọc dầu Wilmington và Benicia. Đồng thời, tăng trưởng nhu cầu nhiên liệu toàn cầu có xu hướng chậm lại, chịu ảnh hưởng từ chính sách thuế quan và các biện pháp bảo hộ thương mại của chính quyền Mỹ, cũng như quá trình chuyển dịch năng lượng tại các nền kinh tế phát triển. Trong bối cảnh này, biên lợi nhuận lọc dầu toàn cầu năm 2026 được dự báo vẫn chịu sức ép, nhưng ở trạng thái “ổn định thấp” thay vì suy giảm mạnh.

Đối với BSR, kịch bản này mang ý nghĩa tích cực ở góc độ **duy trì nền crack spread đủ tốt để vận hành nhà máy ở công suất cao**, dù khó lặp lại mức biên đột biến như các năm thuận lợi trước. Việc crack spread không suy giảm sâu giúp **giảm rủi ro lợi nhuận**, tạo mặt bằng lợi nhuận ổn định hơn cho doanh nghiệp trong trung hạn.

3. Động lực tăng trưởng mới: Cú hích từ lộ trình bắt buộc xăng E10.

Từ ngày **01/01/2026**, Việt Nam chính thức áp dụng quy định **xăng lưu thông bắt buộc pha 10% ethanol (E10)**, đánh dấu bước chuyển quan trọng trong lộ trình phát triển nhiên liệu sinh học và giảm phát thải. Chính sách này dự kiến **làm gia tăng mạnh nhu cầu ethanol trong nước lên khoảng 1,2–1,5 triệu m³/năm**, cao hơn **gấp hơn 2 lần công suất sản xuất ethanol hiện tại** của Việt Nam. Trong khi đó, **nguồn cung ethanol nội địa mới chỉ đáp ứng khoảng 40% nhu cầu**, phần còn lại phải phụ thuộc vào nhập khẩu với giá cả biến động mạnh theo thị trường quốc tế.

Trong bối cảnh này, **việc tái vận hành và mở rộng các nhà máy sản xuất ethanol trong nước trở thành yêu cầu cấp thiết**, vừa nhằm đảm bảo an ninh năng lượng, vừa hạn chế phụ thuộc nhập khẩu. BSR, thông qua **công ty liên kết sở hữu Nhà máy Nhiên liệu sinh học Dung Quất với công suất thiết kế 100 triệu lít ethanol/năm**, sử dụng **sắn lát khô làm nguyên liệu**, đang ở vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ xu hướng này. Việc nhu cầu ethanol tăng mạnh không chỉ mở ra **nguồn doanh thu bổ sung ngoài mảng lọc dầu truyền thống**, mà còn giúp BSR **tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị nhiên liệu sinh học**, phù hợp với định hướng chuyển dịch năng lượng và phát triển bền vững trong dài hạn.

*NSI cho rằng đây được xem là **luận điểm tăng trưởng mang tính cấu trúc**, giúp BSR **giảm dần tính chu kỳ của lợi nhuận**, vốn phụ thuộc lớn vào crack spread, đồng thời nâng cao hình ảnh doanh nghiệp trong bối cảnh các tiêu chí ESG ngày càng được nhà đầu tư quan tâm.*

4. Dự án Nâng cấp mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất - Động lực tăng trưởng dài hạn.

Dự án nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất là dự án trọng điểm nhất của BSR, tổng vốn đầu tư khoảng 36,397 tỷ. Dự kiến hoàn thành vào Q1/2028, giúp **tăng thêm 15% so với công suất lọc dầu hiện tại của BSR từ 148 nghìn thùng/ngày lên 171 nghìn thùng/ngày**. Mặc dù dự án mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất có tổng vốn đầu tư lớn khoảng 1.36 tỷ USD, nhưng nhờ vào lượng tiền mặt dồi dào giúp cho BSR không gặp áp lực tài chính khi triển khai dự án. Tại cuối Q3/2025, lượng tiền mặt của BSR là 42.1 nghìn tỷ, nợ vay là 14.1 nghìn tỷ. **Nếu trừ đi nợ vay thì lượng tiền mặt ròng của BSR là hơn 28 nghìn tỷ.**

Về tiến độ, hiện tại dự án đã được phê duyệt thiết kế kỹ thuật, dự toán xây dựng và phát hành hồ sơ mời thầu EPC. Dự kiến trong đầu năm 2026 sẽ tiến hành thi công gói thầu san lấp mặt bằng.

Việc nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất đem lại cho BSR nhiều lợi ích như giảm phụ thuộc vào nguồn cung dầu thô đầu vào từ mỏ Bạch Hổ, tăng chất lượng sản phẩm, chuyển sang các sản phẩm thân thiện với môi trường hơn, tăng hiệu quả vận hành và bổ sung thêm nhiều công nghệ mới.

Thông số	Hiện tại	Sau nâng cấp
Dầu thô đầu vào	Nhà máy chủ yếu chế biến dầu thô ngọt nhẹ, đặc biệt là dầu Bạch Hổ (chiếm >80% đầu vào) Hạn chế về linh hoạt nguyên liệu: chưa thể xử lý dầu chua có hàm lượng lưu huỳnh cao hoặc dầu nhập khẩu đa dạng -> phụ thuộc vào nguồn cung trong nước	Có thể chế biến nhiều loại dầu thô khác nhau: dầu chua/ngọt, dầu nhẹ/nặng, dầu nhập khẩu từ Trung Đông, Tây Phi,... Giúp giảm phụ thuộc vào dầu Bạch Hổ đang suy giảm sản lượng
Chất lượng sản phẩm	Phần lớn chỉ đạt tiêu chuẩn Euro 2&3, không còn phù hợp với quy định môi trường mới	Tất cả sản phẩm chính đạt chuẩn Euro 5, hàm lượng lưu huỳnh giảm mạnh. Đáp ứng lộ trình môi trường của Chính phủ, tăng tính cạnh tranh với nguồn nhập khẩu
Cơ cấu sản phẩm	Fuel oil chiếm khoảng 25-30% sản lượng -> giá trị thấp, khó tiêu thụ Xăng, Diesel, Jet fuel: sản lượng hạn chế, chưa tối ưu lợi nhuận	Tăng sản lượng sản phẩm sạch: Xăng & Diesel tăng tỷ trọng (chiếm >70% tổng sản lượng) Tăng sản lượng Jet Fuel, LPG, đáp ứng nhu cầu nội địa và xuất khẩu ➔ Cải thiện crack spread tổng thể nhờ giảm sản phẩm giá trị thấp
Hiệu quả vận hành	Thiếu các phân xưởng xử lý lưu huỳnh, cải thiện chỉ số octane/cetane -> sản phẩm kém cạnh tranh so với xăng dầu nhập khẩu	Giảm chi phí chế biến trên mỗi thùng nhờ tận dụng dầu thô rẻ hơn (dầu chua nặng thường giá thấp hơn dầu ngọt) Tăng tuổi thọ, tính ổn định hệ thống
Công nghệ bổ sung		Phân xưởng hydrotreating: loại bỏ lưu huỳnh, cải thiện chất lượng xăng & diesel Phân xưởng cải thiện hệ thống tách (cracking): tăng tỷ lệ sản phẩm nhẹ Hệ thống bể chứa dầu thô mới: tăng khả năng trộn dầu, linh hoạt nhập khẩu

Nguồn: NSI tổng hợp

5. Môi trường lãi suất cao hỗ trợ lợi nhuận tài chính, giảm biến động lợi nhuận ròng cho BSR

Trong bối cảnh **lãi suất huy động tăng khoảng 1–2% kể từ đầu Q4/2025**, thị trường ghi nhận sự phân hóa rõ rệt giữa các nhóm doanh nghiệp. Trong khi các doanh nghiệp thâm dụng vốn và phụ thuộc vào vay nợ chịu áp lực chi phí tài chính gia tăng, **BSR lại thuộc nhóm hưởng lợi ròng nhờ nền tảng tiền mặt ròng lớn và đòn bẩy tài chính thấp.**

BSR có tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn hóa khoảng 30% và tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu gần 49%, phản ánh quy mô thanh khoản lớn so với quy mô doanh nghiệp. Đáng chú ý, **thu nhập lãi tiền gửi chiếm khoảng 34% lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ (NPATMI)**, cho thấy lợi nhuận tài chính đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu lợi nhuận của BSR. Trong môi trường lãi suất tăng, **thu nhập lãi tiền gửi của BSR có dư địa cải thiện đáng kể**, qua đó hỗ trợ lợi nhuận ròng và tạo “bộ đệm” trong các giai đoạn biên lợi nhuận lọc dầu kém thuận lợi.

Với lượng tiền gửi lớn, chỉ cần **lãi suất tăng thêm 1%** cũng có thể giúp **lợi nhuận tài chính của BSR tăng tương ứng khoảng 250-300 tỷ/năm**. Điều này giúp BSR **giảm độ biến động lợi nhuận theo chu kỳ dầu khí**, cải thiện chất lượng lợi nhuận và nâng cao tính phòng thủ của cổ phiếu so với các doanh nghiệp lọc dầu thuần chu kỳ.

NSI cho rằng môi trường lãi suất cao không phải là động lực tăng trưởng cốt lõi, nhưng được xem là **catalyst hỗ trợ quan trọng**, giúp **ổn định lợi nhuận**, củng cố luận điểm nắm giữ BSR trong trung hạn, đặc biệt khi các catalyst chính như crack spread và dự án NCMR Dung Quất cần thêm thời gian để hiện thực hóa.

Triển vọng kinh doanh và Định giá

Triển vọng kinh doanh năm 2026

NSI dự phóng thận trọng năm 2026 được xây dựng trên giả định **doanh thu giảm khoảng 5% YoY** và **lợi nhuận sau thuế suy giảm ~10%**, phản ánh bối cảnh chu kỳ lọc dầu toàn cầu kém thuận lợi hơn so với năm trước.

Cụ thể, NSI giả định **crack spread tại châu Á thu hẹp** dưới áp lực gia tăng nguồn cung sản phẩm tinh chế từ các nhà máy mới đi vào vận hành, trong khi **giá dầu thô duy trì ở mặt bằng thấp** khiến giá bán bình quân sản phẩm giảm theo, làm thu hẹp giá trị doanh thu tuyệt đối. Bên cạnh đó, biến động giá dầu trong năm có thể khiến **yếu tố tồn kho không còn đóng góp tích cực như các giai đoạn thuận lợi**, qua đó kéo theo mức suy giảm lợi nhuận mạnh hơn doanh thu. Các giả định trên được xây dựng theo hướng thận trọng, chưa phản ánh bất kỳ yếu tố hỗ trợ mang tính đột biến nào, nhằm đảm bảo tính bảo thủ và biên an toàn cho mô hình dự phóng.

Chỉ tiêu	2024	2025E	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	123,027	142,298	135,118
%yoy		15.7%	-5%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	591	3,160	2,844
%yoy		434.6%	-10%
EPS (đồng/cp)	203	632	569

Định giá

Trong bối cảnh lợi nhuận của BSR đang ở pha bình thường hóa và **ROE normalized duy trì quanh mức 5–6%**, NSI sử dụng phương pháp định giá **P/B** nhằm phản ánh đầy đủ **giá trị tài sản và biên an toàn** trong giai đoạn chu kỳ ngành chưa thuận lợi. Cụ thể:

- **BVPS forward năm 2026F** của BSR được ước tính vào khoảng **12,500 đồng/cp**, phản ánh quy mô vốn chủ sở hữu sau tăng vốn và lợi nhuận giữ lại, trong khi chưa đưa vào mô hình các yếu tố hỗ trợ mang tính đột biến.
- **P/B mục tiêu khoảng 2 lần**: BSR là doanh nghiệp hạ nguồn dầu khí đầu ngành, sở hữu tài sản chiến lược có tính thay thế thấp và vị thế tiền mặt lớn đạt khoảng 30% vốn hóa, trong khi Dự án Nâng cấp mở rộng đang đi đúng lộ trình sẽ là động lực tái định giá trong tương lai.

Kết hợp giá trị sổ sách dự phóng và hệ số P/B mục tiêu, NSI khuyến nghị mức giá hợp lý cho cổ phiếu BSR là **25,000 đồng/cp**, tương ứng với tiềm năng tăng giá 20.8% so với giá đóng cửa ngày 16/01/2026

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN QUỐC GIA**Trụ sở chính:**

Tầng 5, Tòa nhà Samsora Premier, 105 Chu Văn An, Phường Yết Kiêu, Quận Hà Đông, Hà Nội.

Điện thoại: +84 4 3944 5474

Fax: +84 4 3944 5475

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 1, 2 số 168 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh.

Điện thoại: +84 8 3821 7262

Fax: +84 8 3821 7305

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU

Nguyễn Thành Vinh – Investment Analyst

Email: vinhnt@nsi.vn

Các sản phẩm nghiên cứu được cung cấp trực tuyến tại:

Website: <http://nsi.com.vn/NSINews.aspx>

Khuyến cáo: Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư. Các báo cáo nghiên cứu không phải lời đề nghị, kêu gọi, mời chào mua hay bán bất kỳ mã chứng khoán nào. Các thông tin trong báo cáo được chuẩn bị dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. 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 NSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. NSI 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.

NSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, với tư cách là một khách hàng sử dụng sản phẩm nghiên cứu. Nhân viên của NSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khuyến cáo chung với tất cả các khách hàng mà không cân nhắc khẩu vị rủi ro, năng lực rủi ro, các tiêu chí 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 không nên chỉ dựa vào những khuyến nghị đầu tư (nếu có) trong bản báo cáo này để thay thế cho các quyết định đầu tư độc lập của bản thân. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. Trước khi ra quyết định đầu tư, nhà đầu tư nên liên hệ với các cố vấn đầu tư để thảo luận và đưa giá đánh giá cho các trường hợp cụ thể của mình. 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 NSI.

Việc báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương thức điện tử không thể đảm bảo tính an toàn, cũng như bị hỏng, bị mất, đến chậm, không đầy đủ hay có chứa các mã độc hại. Do đó nếu báo cáo được phân phối bởi bên thứ ba hoặc có chứa liên kết của bên thứ ba, NSI không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào được cung cấp bởi bên thứ ba đó. Người đọc có thể sử dụng bất kỳ phương thức tiếp cận thông tin nào phù hợp và hoàn toàn chịu rủi ro phát sinh.