

Giảm tỷ trọng

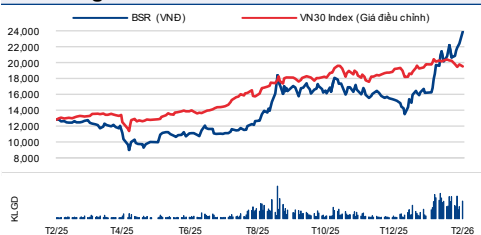
Giá mục tiêu: VNĐ15,000

Tiềm năng tăng/giảm: -37.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (3/2/2026)	23,900
Mã Bloomberg	BSR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,009-23,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	23,400
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	119,675
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,603
Sig CP lưu hành (tr.đv)	5,007
Sig CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,454
Sig CP NN được mua (tr.đv)	2,430
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.47%
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	122,401	114,203
EBITDA đc (tỷ đồng)	1,498	4,799	4,193
LNTT (tỷ đồng)	736	3,863	3,135
LNT ĐC (tỷ đồng)	287	2,762	2,177
FCF (tỷ đồng)	397	586	3,419
EPS ĐC (đồng)	92.7	681	435
DPS (đồng)	0	0	0
BVPS (đồng)	17,902	11,705	12,209
T.trưởng EBITDA (%)	(85.6)	220	(12.6)
T.trưởng EPS ĐC (%)	(92.7)	276	(34.3)
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	1.22	3.92	3.67
Tỷ suất LNTTT (%)	0.60	3.16	2.74
Tỷ suất LNT ĐC (%)	0.51	2.54	2.21
Tỷ lệ LN trả CT (%)	0	0	0
Nợ thuần/VCSH (%)	(21.6)	(20.2)	(28.5)
ROAE (%)	1.12	5.44	4.21
ROACE (%)	(1.26)	4.37	3.12
EV/doanh thu (lần)	0.50	0.87	0.88
EV/EBITDA ĐC (lần)	40.7	22.1	24.0
P/E ĐC (lần)	258	35.1	55.0
P/B (lần)	1.34	2.04	1.96
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

Lợi nhuận Q4/2025 đạt 3 nghìn tỷ đồng, vượt xa kỳ vọng

- Lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 3 nghìn tỷ đồng, cải thiện mạnh từ mức lỗ 90 tỷ đồng trong Q4/2024 và tăng 2,4 lần so với quý trước. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 5,2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 7,3 lần và vượt dự báo năm 2025 của chúng tôi tới 67%.
- Triển vọng chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm hiện trở nên tích cực hơn trước diễn biến leo thang gần đây trong xung đột Mỹ-Iran và tuyên bố của Tổng thống Trump về việc áp thuế 25% đối với bất kỳ quốc gia nào có giao dịch thương mại với Iran.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 48% trong 1 tháng qua, BSR đang giao dịch với P/E điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm ở mức 54 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 35,1 lần. HSC đang xem xét lại khuyến nghị, giá mục tiêu và dự báo.

Sự kiện: Công bố KQKD Q4/2025 rất tích cực

BSR ghi nhận lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 3 nghìn tỷ đồng, cải thiện mạnh từ mức lỗ 90 tỷ đồng trong Q4/2024 và tăng 2,4 lần so với quý trước. Theo đó, tổng lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 5,2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 7,3 lần và bằng 167% dự báo năm 2025 của HSC – vượt xa kỳ vọng.

Nguyên nhân chính khiến lợi nhuận Q4/2025 tăng mạnh là do lợi nhuận gộp bình quân trên mỗi tấn dầu sản phẩm cao hơn đáng kể, ước tính đạt 1,81 triệu đồng/tấn so với mức 0,08 triệu đồng/tấn trong Q4/2024. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ trong quý đạt 2 triệu tấn, tăng 12% so với cùng kỳ và tăng 3% so với quý trước nhờ nhà máy lọc dầu vận hành ổn định. Nhìn lại 5 quý gần đây, chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm của BSR đã cho thấy xu hướng phục hồi bền vững lên mức hiện tại, đúng như HSC đã đề cập trong báo cáo trước đó ([Giai đoạn khó khăn nhất đã qua](#), ngày 2/12/2025).

Triển vọng chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm trở nên tích cực hơn trước diễn biến leo thang gần đây trong xung đột Mỹ-Iran. Trong tháng 1, Tổng thống Trump công bố kế hoạch áp thuế 25% đối với bất kỳ quốc gia nào nhập khẩu hàng hóa từ Iran, qua đó nhiều khả năng sẽ loại bỏ việc các nhà cung cấp dầu Iran chiết khấu sâu để bù đắp chi phí liên quan đến lệnh trừng phạt cho các khách hàng lớn của họ như Trung Quốc. Diễn biến này sẽ buộc các nhà máy lọc dầu quy mô nhỏ của Trung Quốc phải tìm kiếm nguồn nguyên liệu đầu vào hợp pháp với chi phí cao hơn, từ đó có thể dẫn đến việc cắt giảm công suất vận hành của các nhà máy lọc dầu trong khu vực châu Á. Hệ quả là nguồn cung các sản phẩm lọc dầu tại thị trường châu Á được dự báo sẽ thắt chặt hơn, qua đó hỗ trợ chênh lệch giá dầu thô và xăng cũng như chênh lệch giá dầu thô và dầu diesel của BSR trong suốt nửa đầu năm 2026.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/2.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q4/2025 và cả năm 2025, BSR

Lợi nhuận thuần cả năm 2025 đạt 5,2 tỷ đồng, tăng 7,3 lần so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q4/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	2025	Tăng trưởng	% dự báo của HSC
Doanh thu	37,621	5%	7%	141,578	15%	116%
Giá vốn hàng bán	-33,980	-5%	-1%	-135,530	11%	
Lợi nhuận gộp	3,641	2296%	261%	6,049	1287%	
Chi phí BH&QL	-562	43%	65%	-1,564	29%	
Thu nhập tài chính	451	10%	-19%	1,913	-14%	
Chi phí tài chính	-92	-67%	-44%	-481	-40%	
Thu nhập thuần khác	5	-31%	N/m	30	9%	
LNTT	3,443	N/m	227%	5,947	774%	
Lợi nhuận thuần	3,045	N/m	235%	5,186	729%	167%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 2: Sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận gộp qua các quý, BSR

Crack spread duy trì đà hồi phục từ Q4/2024

	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	1,800	1,800	2,040	1,963	2,014
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	152	382	1,030	1,009	3,641
Crack spread (triệu đồng/tấn)	0.08	0.21	0.51	0.51	1.81

Nguồn: HSC

Xem xét lại khuyến nghị, giá mục tiêu và dự báo

Giá cổ phiếu BSR đã tăng 48% trong 1 tháng qua và tăng 51% kể từ báo cáo gần nhất của HSC vào cuối tháng 11, nhiều khả năng nhờ tâm lý thị trường được cải thiện sau khi Chính phủ ban hành Nghị quyết 79-NQ/TW (về phát triển kinh tế nhà nước với mục tiêu đưa 50 DNNN vào top 500 doanh nghiệp lớn nhất Đông Nam Á, ban hành ngày 6/1/2026) và Nghị quyết 70-NQ/TW (về đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia đến năm 2030). Hiện tại, BSR đang giao dịch với P/E điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm ở mức 54,0 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 35,1 lần.

HSC đang xem xét lại giá mục tiêu và dự báo. Tiềm năng tăng giá của BSR đến từ chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm cao hơn kỳ vọng và khả năng được thêm vào giỏ chỉ số VN30.

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	122,401	114,203	123,303
Lợi nhuận gộp	9,760	491	3,778	3,091	3,667
Chi phí BH&QL	(1,656)	(1,213)	(1,200)	(1,119)	(1,208)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	8,104	(722)	2,578	1,972	2,459
Lãi vay thuần	1,498	1,430	1,285	1,163	1,266
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	37.8	27.9	(0.15)	(0.14)	(0.15)
LN TT	9,639	736	3,863	3,135	3,724
Chi phí thuế TNDN	(1,047)	(145)	(773)	(627)	(745)
Lợi ích cổ đông thiểu số	57.2	40.0	15.5	12.5	14.9
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,650	631	3,106	2,520	2,994
Lợi nhuận thuần ĐC	8,306	287	2,762	2,177	2,650
EBITDA ĐC	10,374	1,498	4,799	4,193	4,680
EPS (đồng)	2,790	204	766	503	598
EPS ĐC (đồng)	2,679	92.7	681	435	529
DPS (đồng)	698	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	3,100	3,100	4,054	5,007	5,007
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	3,100	3,100	5,007	5,007	5,007
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,100	3,100	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	29,088	35,337	37,872
Đầu tư ngắn hạn	21,122	14,022	17,136	15,988	17,262
Phải thu khách hàng	14,955	12,457	12,485	11,649	12,577
Hàng tồn kho	15,531	15,891	15,790	14,732	15,906
Các tài sản ngắn hạn khác	72.7	150	73.0	68.1	73.6
Tổng tài sản ngắn hạn	68,681	71,516	74,572	77,775	83,691
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	1,034	965	1,042
Tổng tài sản dài hạn	17,914	16,871	15,783	14,785	13,866
Tổng cộng tài sản	86,595	88,387	90,355	92,559	97,557
Nợ ngắn hạn	10,970	15,857	13,857	13,857	13,857
Phải trả người bán	14,616	14,473	12,240	11,420	12,330
Nợ ngắn hạn khác	995	483	612	571	617
Tổng nợ ngắn hạn	28,442	31,984	28,667	27,675	28,776
Nợ dài hạn	0	0	1,440	2,223	3,007
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	10.3	0	12.5	11.6	12.6
Nợ dài hạn khác	874	865	1,591	1,485	1,603
Tổng nợ dài hạn	884	865	3,044	3,720	4,622
Tổng nợ phải trả	29,326	32,849	31,711	31,395	33,398
Vốn chủ sở hữu	57,393	55,506	58,612	61,132	64,127
Lợi ích cổ đông thiểu số	(125)	32.3	32.3	32.3	32.3
Tổng vốn chủ sở hữu	57,269	55,538	58,644	61,164	64,159
Tổng nợ phải trả và VCSH	86,595	88,387	90,355	92,559	97,557
BVPS (đ)	18,511	17,902	11,705	12,209	12,807
Nợ thuần/(tiền mặt)	(6,030)	(13,138)	(13,791)	(19,257)	(21,009)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	8,104	(722)	2,578	1,972	2,459
Khấu hao	(2,270)	(2,221)	(2,221)	(2,221)	(2,221)
Lãi vay thuần	1,498	1,430	1,285	1,163	1,266
Thuế TNDN đã nộp	(1,037)	(145)	(815)	(624)	(748)
Thay đổi vốn lưu động	3,284	716	(1,230)	948	(1,052)
Khác	(660)	(1,888)	540	517	551
LCT thuần từ HKKD	11,673	(80.5)	2,988	4,711	3,094
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	(992)	1,857	(561)
LCT thuần từ HĐĐT	(17,874)	7,990	(3,393)	566	(1,786)
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)	1,059	189	445
LCT thuần từ HĐTC	348	4,085	499	972	1,228
Tiền & tương đương tiền đầu kì	22,853	17,001	28,995	29,088	35,337
LCT thuần trong kỳ	(5,852)	11,994	93.1	6,249	2,535
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	17,001	28,995	29,088	35,337	37,872
Dòng tiền tự do	11,486	397	586	3,419	1,869

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	3.09	2.71	2.97
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.04	1.22	3.92	3.67	3.80
Tỷ suất LNT (%)	5.87	0.51	2.54	2.21	2.43
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.9	19.7	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(11.8)	(16.5)	(0.51)	(6.70)	7.97
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(38.5)	(85.6)	220	(12.6)	11.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(42.3)	(96.5)	861	(21.2)	21.7
Tăng trưởng EPS (%)	(41.3)	(92.7)	276	(34.3)	18.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(42.3)	(96.5)	635	(36.2)	21.7
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	5.44	4.21	4.78
ROACE (%)	14.7	(1.26)	4.37	3.12	3.68
Vòng quay tài sản (lần)	1.79	1.41	1.37	1.25	1.30
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.44	0.11	1.16	2.39	1.26
Số ngày tồn kho	41.2	47.3	48.6	48.4	48.5
Số ngày phải thu	39.7	37.1	38.4	38.3	38.4
Số ngày phải trả	38.8	43.1	37.7	37.5	37.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(7.70)	(21.6)	(20.2)	(28.5)	(29.7)
Nợ/tài sản (%)	14.5	19.2	19.1	19.3	19.3
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.21	11.3	3.60	4.27	4.03
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.41	2.24	2.60	2.81	2.91
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.46	0.50	0.87	0.88	0.80
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.56	40.7	22.1	24.0	21.1
P/E (lần)	8.57	117	31.2	47.5	40.0
P/E ĐC (lần)	8.92	258	35.1	55.0	45.2
P/B (lần)	1.29	1.34	2.04	1.96	1.87
Lợi suất cổ tức (%)	2.92	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