

Bán ra (từ Giảm tỷ trọng)

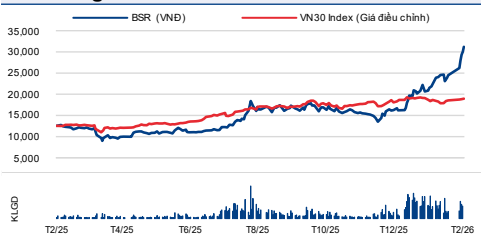
Giá mục tiêu: VNĐ23,000 (từ VNĐ15,000)

Tiềm năng tăng/giảm: -26.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/2/2026)	31,200
Mã Bloomberg	BSR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,009-31,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	28,950
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	156,228
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	5,998
Slg CP lưu hành (tr.đv)	5,007
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,454
Slg 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



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	45.1	101	149
So với chỉ số	42.2	87.6	64.6
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,916	784	271.9
2027F	1,799	837	115.1
2028F	1,549	1,221	26.9

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

Các diễn biến địa chính trị thúc đẩy chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm

- Chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm trong Q4/2025 tăng lên do hoạt động bảo dưỡng nhà máy lọc dầu tại Nga và Trung Đông. Trong Q1/2026, chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm giảm nhưng vẫn duy trì ở mức tương đối cao so với năm 2025, do các phát ngôn căng thẳng và hành động quân sự giữa Mỹ và Iran.
- HSC tăng mạnh dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027 lên bình quân 12,1 nghìn tỷ đồng; đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần ở mức 8 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu vẫn còn tiềm năng tăng giá do các diễn biến địa chính trị tiếp diễn tại Trung Đông.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 101% trong 3 tháng qua nhờ tâm lý cải thiện sau khi chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm Q4/2025 tăng cao hơn kỳ vọng, BSR đang giao dịch ở mức EV/EBITDA năm 2026 cao hơn 8% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước. HSC tăng 53% giá mục tiêu lên 23.000đ nhưng hạ khuyến nghị đối với BSR xuống Bán ra sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây.

Sự kiện: Chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm biến động mạnh nhưng vẫn duy trì ở mức cao

Chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm 2:1:1 tại Singapore đạt đỉnh (hơn 16 USD/thùng) vào tháng 11/2025 do các cú sốc nguồn cung xảy ra đồng thời. Đáng chú ý, vụ hỏa hoạn tại nhà máy lọc dầu Al-Zour của Kuwait và sự cố gián đoạn tại nhà máy lọc dầu Dangote của Nigeria đã làm giảm khoảng 300 nghìn thùng/ngày sản phẩm lọc dầu, trong khi các lệnh trừng phạt của EU đối với Rosneft/Lukoil/Gazprom Neft cùng các cuộc tấn công bằng máy bay không người lái của Ukraine nhằm vào Ryazan/Volgograd và các khu vực khác khiến xuất khẩu của Nga giảm khoảng 500 nghìn thùng/ngày. Bước sang giai đoạn đầu năm 2026, chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm giảm khi công suất vận hành các nhà máy lọc dầu của Nga phục hồi nhanh hơn kỳ vọng và hoạt động xuất khẩu có lợi nhuận của Trung Quốc (nhờ mua dầu Nga và Iran với giá rẻ), qua đó làm gia tăng nguồn cung sản phẩm xăng dầu sang châu Á – dù vậy, mức chênh lệch vẫn duy trì ở mức tương đối cao.

Tác động: Tăng mạnh dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027

HSC tăng dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2027 lên gấp 3,6 lần, đạt bình quân 12,1 nghìn tỷ đồng, cao hơn khoảng 194% so với bình quân dự báo thị trường và cao hơn 133% so với KQKD thực hiện năm 2025. Đồng thời, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với doanh thu đạt 129,7 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận thuần đạt 8 nghìn tỷ đồng, cùng giảm nhẹ so với năm trước do tác động của đợt bảo dưỡng lớn định kỳ trong quá trình mở rộng công suất. HSC giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu đạt bình quân 8,3 triệu đồng/tấn cho giai đoạn 2026-2028 (năm 2025: 4 triệu đồng/tấn; dự báo trước đó: 2,25 triệu đồng/tấn), nhờ chênh lệch giá dầu thô và xăng cũng như chênh lệch giá dầu thô và dầu diesel của BSR tăng cao hơn.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 101% trong 3 tháng qua nhờ tâm lý cải thiện sau khi chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm Q4/2025 cao hơn kỳ vọng và dòng tiền nhà đầu tư cá nhân quay trở lại nhóm cổ phiếu dầu khí, BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,9 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023, dù đã phản ánh một phần tiềm năng tăng giá do yếu tố địa chính trị. So với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước, BSR đang có EV/EBITDA năm 2027 cao hơn 8%. HSC tăng 53% giá mục tiêu lên 23.000đ nhưng hạ khuyến nghị xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng), với rủi ro giảm giá 26%. Tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn sẽ xoay quanh các diễn biến quân sự và phát ngôn giữa Mỹ và Iran. Trong khi đó, rủi ro hủy niêm yết vẫn hiện hữu nếu BSR không thể nâng tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng lên trên 10% trước cuối năm nay hoặc không được chấp thuận miễn trừ từ cơ quan quản lý nhà nước.

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

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,498	6,686	17,089 ▲	10,926 ▲	9,129
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	631	5,186	14,900 ▲	9,309 ▲	8,056
EPS ĐC (đồng)	129	1,205	2,916 ▲	1,799 ▲	1,549
DPS (đồng)	703	2.49	0	0	0
BVPS (đồng)	17,902	12,073	15,049 ▲	16,908 ▲	18,517
EV/EBITDA ĐC (lần)	55.8	23.8	7.42	10.7	11.6
P/E ĐC (lần)	242	25.9	10.7	17.3	20.1
Lợi suất cổ tức (%)	2.25	0.01	0	0	0
P/B (lần)	1.74	2.58	2.07	1.85	1.68
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.2)	834	142	(38.3)	(13.9)
ROAE (%)	1.12	8.94	21.9	11.6	9.08

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

Tăng quá nhanh trong thời gian ngắn; hạ khuyến nghị xuống Bán ra

Chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm đã hạ nhiệt so với mức đỉnh trong Q4/2025 nhưng vẫn duy trì ở mức cao và có thể tăng thêm trước các diễn biến quân sự giữa Mỹ và Iran. Trên cơ sở đó, HSC tăng mạnh dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 lên bình quân 12,1 nghìn tỷ đồng – cao hơn khoảng 194% so với bình quân dự báo thị trường và cao hơn 133% so với KQKD thực hiện năm 2025 – đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 8 nghìn tỷ đồng, nhờ tăng đáng kể giả định chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm trong bối cảnh các gián đoạn địa chính trị có thể kéo dài. HSC tăng 53% giá mục tiêu lên 23.000đ nhưng hạ khuyến nghị xuống Bán ra sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 101% trong 3 tháng qua.

Chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm đạt mức cao kỷ lục trong Q4/2025...

Trong Q4/2025, chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm Singapore-Tapis 2:1:1 diễn biến thuận lợi cho các nhà máy lọc dầu, đạt trên 16 USD/thùng vào tháng 11/2025, do các sự cố gián đoạn tại các nhà máy lọc dầu ở Nga và Trung Đông làm giảm nguồn cung toàn cầu. Cụ thể:

- Sự cố gián đoạn tại nhà máy lọc dầu Al Zour của Kuwait cùng việc trì hoãn bảo dưỡng tại nhà máy lọc dầu Dangote quy mô lớn ở Nigeria đã làm giảm nguồn cung sản phẩm lọc dầu toàn cầu khoảng 300 nghìn thùng/ngày.
- Trong khi đó, các lệnh trừng phạt mới đối với hoạt động xuất khẩu dầu thô của Nga đã hạn chế sản lượng lọc dầu và làm giảm nguồn cung dầu diesel toàn cầu. Trong tháng 10/2025, EU siết chặt các biện pháp hạn chế đối với các tập đoàn dầu khí lớn của Nga, bao gồm Rosneft, Lukoil và Gazprom Neft, theo gói trừng phạt thứ 19, tập trung vào việc cấm nhập khẩu LNG của Nga, cấm 117 tàu thuộc “đội tàu bóng tối” của Nga tiếp cận cảng và áp đặt trừng phạt đối với ba tổ chức Trung Quốc do mua dầu thô của Nga.
- Cơ sở hạ tầng dầu khí của Nga cũng bị thiệt hại do các cuộc tấn công bằng máy bay không người lái của Ukraine trong quý vừa qua, với nhiều đợt tập kích nhằm vào các địa điểm như Ryazan, Novokuibyshevsk, Volgograd và Saratov. Tính đến cuối tháng 9, khoảng 6% công suất lọc dầu sơ cấp của Nga – tương đương 300 nghìn thùng/ngày – đã phải tạm ngừng vận hành. Các diễn biến này đã khiến sản lượng xuất khẩu của Nga giảm khoảng 500 nghìn thùng/ngày.

... nhưng hạ nhiệt trong đầu năm 2026

Sự phục hồi của xuất khẩu dầu Nga cùng hoạt động xuất khẩu sản phẩm dầu có lợi nhuận của Trung Quốc đã khiến chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm trong khu vực suy yếu trong Q1/2026. Cụ thể:

- Xuất khẩu dầu diesel của Nga phục hồi lên khoảng 900 nghìn thùng/ngày trong tháng 12 (sau khi giảm xuống mức thấp nhất trong 5 năm là 590 nghìn thùng/ngày vào tháng 9) khi công suất vận hành các nhà máy lọc dầu tăng từ 5,0 triệu thùng/ngày lên 5,5 triệu thùng/ngày, vượt kỳ vọng thị trường nhờ tiến độ khôi phục công suất nhanh hơn dự kiến của các đơn vị vận hành tại Nga.
- Ngoài ra, việc tỷ suất lợi nhuận xuất khẩu sản phẩm dầu của Trung Quốc cải thiện đáng kể đối với cả hai nhóm sản phẩm chưng cất được kỳ vọng sẽ kéo xuất khẩu dầu diesel và nhiên liệu bay tăng mạnh, qua đó tạo thêm áp lực lên thị trường giao ngay trong khu vực. Nhờ có thể mua dầu thô giá rẻ từ Iran và Nga, các nhà máy lọc dầu Trung Quốc được hưởng lợi từ chi phí đầu vào thấp, giúp sản xuất sản phẩm với giá cạnh tranh hơn so với các đối thủ, qua đó thúc đẩy xuất khẩu các sản phẩm chưng cất ở phân đoạn giữa như dầu diesel.

...và dự kiến sẽ tăng đáng kể do xung đột Mỹ-Iran

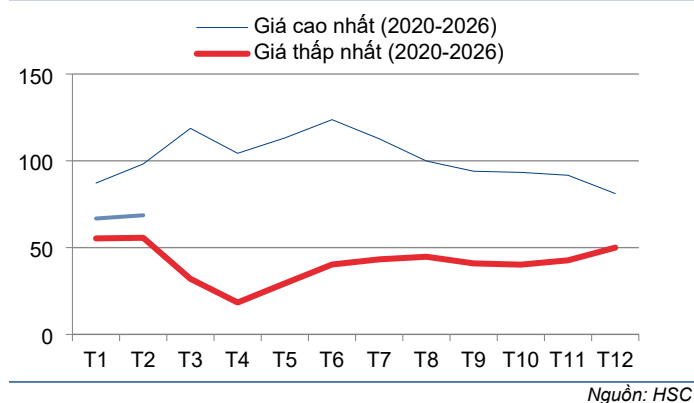
Cuối tuần trước, sau khi các cuộc đàm phán hạt nhân giữa Mỹ và Iran tại Geneva rơi vào bế tắc, Mỹ và Israel đã phối hợp tiến hành các cuộc không kích nhằm vào Iran, tiếp đó là các đòn đáp trả của Iran nhằm vào Israel và một số quốc gia Trung Đông

khác, làm gia tăng hoạt động quân sự trong khu vực. Lãnh tụ tối cao của Iran cùng một số nhân vật chủ chốt trong bộ máy lãnh đạo đã thiệt mạng. Đáng chú ý, Iran tuyên bố rằng “không tàu nào được phép đi qua eo biển Hormuz” – tuyến vận chuyển mang tính then chốt đối với 10% nguồn cung dầu diesel toàn cầu (bao gồm phần lớn dầu diesel và dầu sưởi) và 20% nguồn cung nhiên liệu bay toàn cầu (theo ước tính của Kpler, công ty phân tích dữ liệu hàng hóa toàn cầu).

Dựa trên tiền lệ can thiệp gần đây tại Venezuela, HSC cho rằng hành động quân sự của Mỹ tại Iran nhiều khả năng chỉ diễn ra trong thời gian ngắn, qua đó hỗ trợ đã tăng trong ngắn hạn của nhóm cổ phiếu dầu khí Việt Nam.

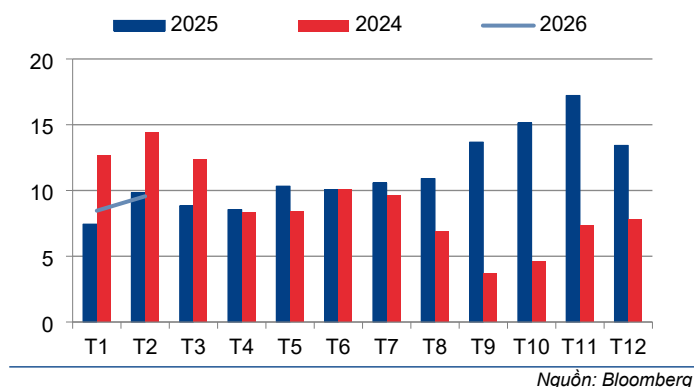
Biểu đồ 1: Giá dầu Brent oil (USD/thùng)

Ở mức trung bình giai đoạn 2020-2026



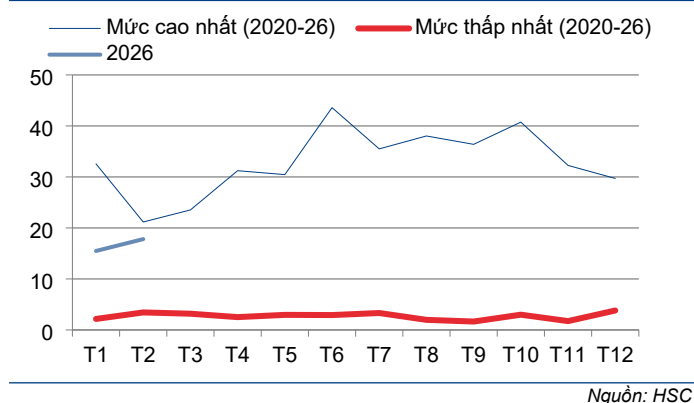
Biểu đồ 2: Chênh lệch giá dầu thô – dầu sản phẩm 2:1:1 của Singapore (USD/thùng)

Đã giảm so với mức đỉnh của năm 2025



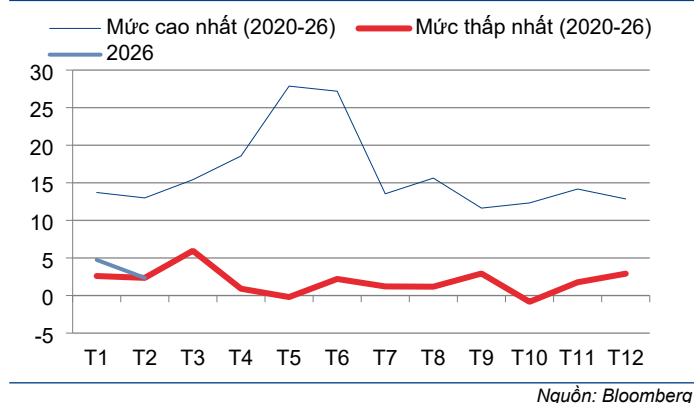
Biểu đồ 3: Chênh lệch giá dầu diesel của Singapore và dầu Brent (USD/thùng)

Từ đầu năm đến nay gần đạt mức cao nhất giai đoạn 2020-26



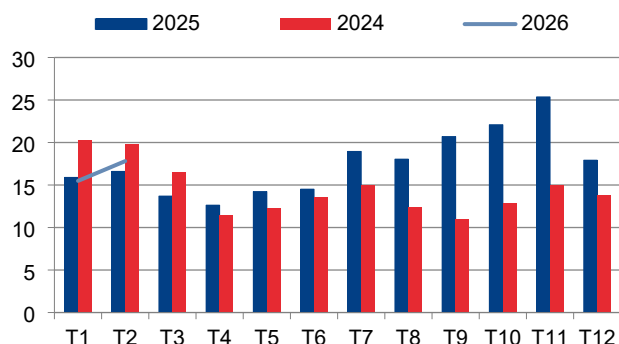
Biểu đồ 4: Chênh lệch giá xăng A92 của Singapore và dầu Brent (USD/thùng)

Chênh lệch trong 2 tháng đầu năm 2026 chạm mức thấp nhất trong giai đoạn 2020-26



Biểu đồ 5: Chênh lệch giá dầu diesel của Singapore và dầu Brent (USD/thùng)

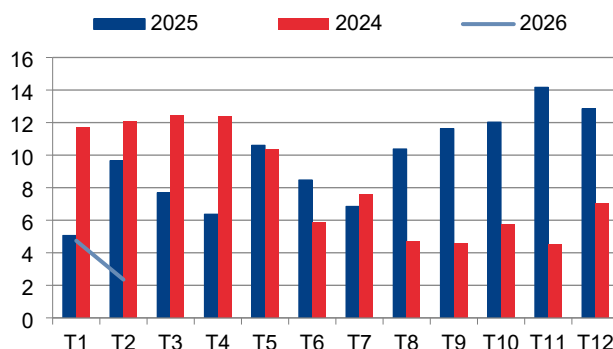
Mức chênh lệch của T2/2026 cao hơn so với cùng kỳ



Nguồn: HSC

Biểu đồ 6: Chênh lệch giá xăng A92 Singapore và dầu Brent (USD/thùng)

Từ đầu năm 2026 mức chênh lệch thấp hơn nhiều so với 2 tháng đầu năm 2025



Nguồn: Bloomberg

Dự báo lợi nhuận mới

HSC tăng dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 thêm 360% lên bình quân 12,1 nghìn tỷ đồng, cao hơn 133,4% so với KQKD thực hiện năm 2025. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với doanh thu đạt 129,7 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận thuần đạt 8 nghìn tỷ đồng. Lợi nhuận thấp hơn trong năm 2028 chủ yếu do sản lượng tiêu thụ dự kiến giảm khi Công ty thực hiện đợt bảo dưỡng lớn định kỳ nhằm phục vụ việc nâng cấp công suất. Tuy nhiên, mức điều chỉnh tăng giá mục tiêu của HSC thấp hơn đáng kể so với mức tăng trưởng của lợi nhuận trong ngắn hạn do chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng giá do địa chính trị đối với giá dầu thô và các sản phẩm xăng dầu sẽ dần suy giảm theo thời gian. Theo Rystad, một công ty nghiên cứu và tư vấn năng lượng, mức tăng giá do địa chính trị đối với giá dầu thô do các hành động quân sự giữa Mỹ và Iran ước tính khoảng 15 USD/thùng.

Bảng 7: Dự báo mới và dự báo cũ, BSR

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo mới			Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2025	2026	2027	Dự báo lần đầu 2028	2026	2027	2026	2027
Doanh thu thuần	141,578	139,411	139,207	129,702	117,325	121,089	18.8%	15.0%
Lợi nhuận gộp	6,049	16,462	10,297	8,943	2,845	3,601	478.7%	185.9%
Lợi nhuận thuần	5,186	14,900	9,309	8,056	2,330	2,936	539.4%	217.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu (USD/thùng) (*)	4.0	11.3	6.9	6.8	2.0	2.5	453.5%	173.5%
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	7,940	7,423	7,423	6,447	7,101	7,101	4.5%	4.5%
Tăng trưởng								
Doanh thu thuần	15.1%	-1.5%	-0.1%	-6.8%	-17.1%	3.2%		
Lợi nhuận gộp	1131.7%	172.2%	-37.5%	-13.2%	-53.0%	26.6%		
Lợi nhuận thuần	721.7%	187.3%	-37.5%	-13.5%	-55.1%	26.0%		
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu (USD/thùng) (*)	889.1%	180.2%	-38.7%	-2.0%	-49.4%	24.1%		
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	23.0%	-6.5%	0.0%	-13.2%	-10.6%	0.0%		

Ghi chú: (*) Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu được tính toán dựa trên giá đầu vào và đầu ra của BSR; trong khi chênh lệch giá dầu thô vào dầu sản phẩm tính theo giá dầu thế giới
 Nguồn: BSR, HSC

Lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 15,8%. Chiến lược trung hạn của BSR tập trung vào việc mở rộng công suất lọc dầu và nâng cao tiêu chuẩn môi trường đối với sản phẩm nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của thị trường trong nước. Ngoại trừ các năm thực hiện bảo dưỡng định kỳ, Công ty thường vận hành ở mức công suất tối đa hằng năm.

Các giả định chính như sau:

- HSC tăng mạnh dự báo chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm sau khi ghi nhận mức hạ nhiệt nhất định trong Q1/2026 so với mức tăng mạnh trong Q4/2025. Chi tiết các giả định cho giai đoạn 2026-2027 như sau:

- Chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm đối với diesel và Brent dự kiến đạt 30,0 USD/thùng và 28,5 USD/thùng, so với mức 20,9 USD/thùng trong năm 2025 và so với dự báo trước đó lần lượt là 8,5 USD/thùng và 8,3 USD/thùng.
- Chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm đối với xăng A95 và Brent dự kiến đạt 25,0 USD/thùng và 16,5 USD/thùng, so với mức 16,5 USD/thùng trong năm 2025 và so với dự báo trước đó lần lượt là 15,5 USD/thùng và 15,2 USD/thùng.
- Chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm đối với xăng A92 và Brent dự kiến đạt 25,0 USD/thùng và 17,0 USD/thùng, so với mức 17,3 USD/thùng trong năm 2025 và so với dự báo trước đó lần lượt là 15,5 USD/thùng và 15,2 USD/thùng.
- Để tham khảo, dầu diesel cùng xăng A92 và A95 chiếm 82% tổng sản lượng tiêu thụ của BSR trong năm 2025.
- HSC cũng cập nhật dự báo mới cho giá dầu Brent (lấy theo bình quân dự báo Bloomberg như thường lệ) cho giai đoạn 2026-2028; theo đó, chúng tôi sử dụng mức 62,4 USD/thùng và 64,5 USD/thùng cho các năm 2026-2027, thấp hơn so với dự báo trước đó lần lượt là 64,7 USD/thùng và 65,6 USD/thùng, và sử dụng mức 68,0 USD/thùng cho năm 2028.
- Trong khi đó, HSC giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu đạt bình quân 8,3 triệu đồng/tấn cho giai đoạn 2026-2028 nhờ chênh lệch giá dầu thô và dầu diesel cũng như chênh lệch giá dầu thô và xăng cao hơn kỳ vọng, tăng mạnh so với mức bình quân 2,25 triệu đồng/tấn trong dự báo trước đó.

Bảng 8: Giá dầu Brent thực tế và dự báo *

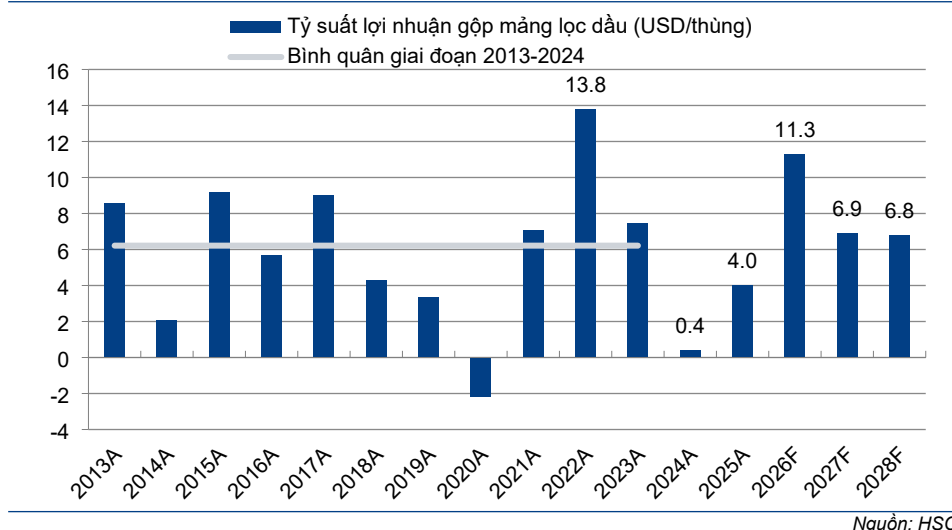
Dự báo sẽ điều chỉnh giảm

	2025A	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025	2026	2027	2026	2027	2028
USD/thùng	69.0	67.5	64.7	65.6	62.4	64.5	68.8
Tăng trưởng	-2.9%	-16.1%	-6.2%	1.3%	-9.6%	3.4%	6.7%
Điều chỉnh	2.2%	-	-	-	-3.6%	-1.7%	-

Nguồn: *dự báo của Bloomberg ngày 2/3.

Biểu đồ 9: Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu, BSR

Dự báo sẽ hồi phục vượt mức bình quân quá khứ



Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 53% giá mục tiêu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) lên 23.000đ (từ 15.000đ) nhờ tăng dự báo lợi nhuận. Với rủi ro giảm giá 26% tại giá mục tiêu mới

sau khi cổ phiếu tăng mạnh gần đây, HSC hạ khuyến nghị xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng).

Chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4,0% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, đồng thời duy trì hệ số beta ở mức 1,1 lần; theo đó, giả định WACC áp dụng cho BSR hiện ở mức 11,2%.

Bảng 10: Giả định chiết khấu dòng tiền, BSR

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
EBIT	16,699	10,533	9,163	10,556	10,561	9,177	10,571
Thuế TNDN @ 10.0%	(1,670)	(1,053)	(916)	(1,056)	(1,056)	(918)	(1,057)
EBIT sau thuế	15,029	9,480	8,247	9,500	9,505	8,259	9,514
Khấu hao	2,202	2,202	1,651	1,651	1,651	1,651	1,651
Thay đổi vốn lưu động	(2,379)	24	1,099	(2,600)	(350)	2,038	(2,759)
Chi phí đầu tư cơ bản	(1,292)	(1,225)	(1,162)	(1,104)	(1,048)	(996)	(996)
Quỹ khen thưởng	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)
Các dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khác	(1,032)	(662)	(559)	(643)	(636)	(557)	(644)
UFCF	12,229	9,518	8,976	6,505	8,822	10,095	6,466
Hệ số chiết khấu	1.00	1.11	1.24	1.37	1.53	1.70	1.89
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	12,229	8,562	7,260	4,733	5,773	5,943	3,423
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền	47,923						

Nguồn: HSC

Bảng 11: Tính toán WACC, BSR

	Value
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.1
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Chi phí vốn CSH	13.6%
Chi phí nợ trước thuế	3.6%
Thuế suất	10.0%
Chi phí nợ	3.2%
Tỷ trọng vốn CSH	76.9%
Tỷ trọng nợ	23.1%
WACC	11.2%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Định giá, BSR

Tỷ đồng	Value
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
EV/EBITDA	5.3x
Giá trị hiện tại của DN	81,910
Giá trị hiện tại của dòng tiền	47,923
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	33,987
Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	43,762
Trừ: Tổng nợ	(10,504)
Giá trị vốn CSH	115,168
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	5,007
Giá mục tiêu (đồng)	23,000

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

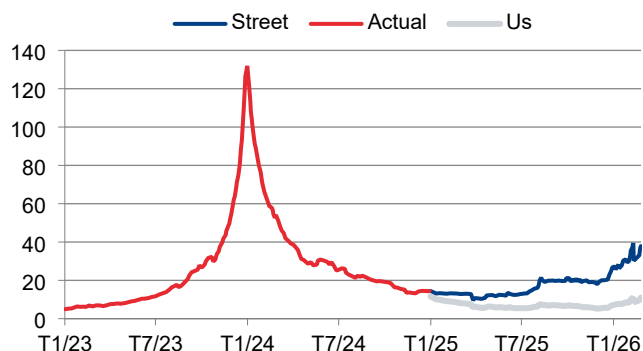
Sau khi giá cổ phiếu tăng 101% trong 3 tháng qua nhờ chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm Q4/2025 ở mức cao và sự quan tâm trở lại đối với nhóm cổ phiếu dầu khí, BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,9 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023.

Ngoài ra, BSR cũng đang có EV/EBITDA năm 2027 cao hơn 8% so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước. Dù định giá dự phóng hiện tại hấp dẫn nhưng HSC

cho rằng giá trị hợp lý trong dài hạn của BSR sẽ dần tiệm cận mức lợi nhuận bền vững trong dài hạn, khi yếu tố tăng giá do địa chính trị sẽ được thu hẹp đáng kể.

Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, BSR

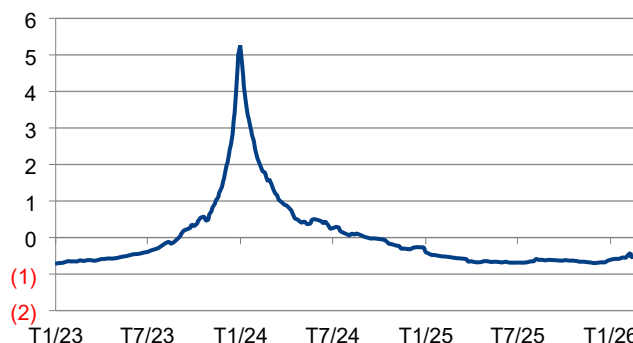
BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,9 lần,...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với P/E bình quân, BSR

..., thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ



Nguồn: HSC

Bảng 15: So sánh với các công ty cùng ngành trong nước, BSR

Name	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2026 điều chỉnh	EV/EBITDA 2027 điều chỉnh	P/E 2026 điều chỉnh	P/E 2027 điều chỉnh	P/B 2026	Lợi nhuận/vốn CSH bình quân 2026
PVD	824	7.0	6.2	15.0	13.4	1.2	8%
GAS	9,996	15.3	16.3	22.8	24.4	3.9	18%
PVS	931	7.8	7.1	19.2	18.7	1.5	11%
Trung bình trừ BSR	3,917	10.1	9.9	19.0	18.8	2.2	12%
BSR	5,998	7.4	10.7	10.7	17.3	2.1	22%
Chênh lệch so với trung bình	53%	-26%	8%	-44%	-8%	-7%	78%

Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	123,027	141,578	139,411	139,207	129,702
Lợi nhuận gộp	491	6,049	16,462	10,297	8,943
Chi phí BH&QL	(1,213)	(1,564)	(1,575)	(1,573)	(1,466)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(722)	4,484	14,887	8,724	7,477
Lãi vay thuần	1,430	1,432	1,587	1,568	1,429
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	27.9	30.3	(0.17)	(0.17)	(0.16)
LNTT	736	5,947	16,473	10,292	8,906
Chi phí thuế TNDN	(145)	(758)	(1,647)	(1,029)	(891)
Lợi ích cổ đông thiểu số	40.0	(3.34)	74.1	46.3	40.1
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	631	5,186	14,900	9,309	8,056
Lợi nhuận thuần ĐC	400	4,886	14,600	9,009	7,756
EBITDA ĐC	1,498	6,686	17,089	10,926	9,129
EPS (đồng)	204	1,279	2,976	1,859	1,609
EPS ĐC (đồng)	129	1,205	2,916	1,799	1,549
DPS (đồng)	703	2.49	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,100	4,054	5,007	5,007	5,007
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,100	5,007	5,007	5,007	5,007
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,100	5,007	5,007	5,007	5,007

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	28,995	7,626	40,651	51,770	63,436
Đầu tư ngắn hạn	14,022	36,136	19,518	19,489	18,158
Phải thu khách hàng	12,457	13,504	14,220	14,199	13,230
Hàng tồn kho	15,891	12,635	17,984	17,958	16,731
Các tài sản ngắn hạn khác	150	273	83.2	83.0	77.4
Tổng tài sản ngắn hạn	71,516	70,173	92,455	103,499	111,632
TSCĐ hữu hình	13,216	11,292	10,382	9,405	8,916
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,352	1,352	1,352	1,352	1,352
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	2,303	2,251	1,178	1,176	1,096
Tổng tài sản dài hạn	16,871	14,896	12,913	11,934	11,365
Tổng cộng tài sản	88,387	85,069	105,368	115,433	122,997
Nợ ngắn hạn	15,857	10,504	10,504	10,504	10,504
Phải trả người bán	14,473	11,291	13,941	13,921	12,970
Nợ ngắn hạn khác	483	852	697	696	649
Tổng nợ ngắn hạn	31,984	23,727	27,373	27,348	26,198
Nợ dài hạn	0	0	783	1,567	2,350
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	14.2	14.2	13.2
Nợ dài hạn khác	865	856	1,812	1,810	1,686
Tổng nợ dài hạn	865	856	2,610	3,390	4,049
Tổng nợ phải trả	32,849	24,583	29,983	30,739	30,247
Vốn chủ sở hữu	55,506	60,453	75,353	84,662	92,718
Lợi ích cổ đông thiểu số	32.3	32.1	32.1	32.1	32.1
Tổng vốn chủ sở hữu	55,538	60,485	75,385	84,695	92,750
Tổng nợ phải trả và VCSH	88,387	85,069	105,368	115,433	122,997
BVPS (đ)	17,902	12,073	15,049	16,908	18,517
Nợ thuần/(tiền mặt)	(13,138)	2,878	(29,363)	(39,699)	(50,582)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	(722)	4,484	14,887	8,724	7,477
Khấu hao	(2,221)	(2,202)	(2,202)	(2,202)	(1,651)
Lãi vay thuần	1,430	1,432	1,587	1,568	1,429
Thuế TNDN đã nộp	(145)	(758)	(1,696)	(1,029)	(887)
Thay đổi vốn lưu động	716	(817)	(2,379)	23.6	1,099
Khác	(1,888)	419	67.0	358	385
LCT thuần từ HKKD	(80.5)	5,256	12,855	10,037	9,469
Đầu tư TS dài hạn	478	(952)	(1,292)	(1,225)	(1,162)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	7,512	(20,699)	18,739	864	2,137
LCT thuần từ HĐĐT	7,990	(21,650)	17,448	(361)	975
Cổ tức trả cho CSH	(2,180)	(12.5)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	4,886	(5,352)	783	783	783
Khác	1,379	389	1,939	660	439
LCT thuần từ HĐTC	4,085	(4,975)	2,722	1,443	1,222
Tiền & tương đương tiền đầu kì	17,001	28,995	7,626	40,651	51,770
LCT thuần trong kỳ	11,994	(21,369)	33,025	11,119	11,666
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	28,995	7,626	40,651	51,770	63,436
Dòng tiền tự do	397	4,305	11,564	8,812	8,306

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	0.40	4.27	11.8	7.40	6.89
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	1.22	4.72	12.3	7.85	7.04
Tỷ suất LNT (%)	0.51	3.66	10.7	6.69	6.21
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.7	12.7	10.0	10.00	10.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(16.5)	15.1	(1.53)	(0.15)	(6.83)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(85.6)	346	156	(36.1)	(16.4)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(95.2)	1,121	199	(38.3)	(13.9)
Tăng trưởng EPS (%)	(92.7)	528	133	(37.5)	(13.5)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.2)	834	142	(38.3)	(13.9)
Tăng trưởng DPS (%)	0.69	(99.6)	(100)	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	345	0.19	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.12	8.94	21.9	11.6	9.08
ROACE (%)	(1.26)	7.62	21.4	10.5	8.09
Vòng quay tài sản (lần)	1.41	1.63	1.46	1.26	1.09
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	0.11	1.17	0.86	1.15	1.27
Số ngày tồn kho	47.3	34.0	53.4	50.8	50.6
Số ngày phải thu	37.1	36.4	42.2	40.2	40.0
Số ngày phải trả	43.1	30.4	41.4	39.4	39.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(21.6)	6.44	(36.0)	(44.3)	(52.3)
Nợ/tài sản (%)	19.2	13.5	12.8	12.4	12.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	11.3	1.72	0.79	1.31	1.64
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.24	2.96	3.38	3.78	4.26
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.68	1.12	0.91	0.84	0.81
EV/EBITDA ĐC (lần)	55.8	23.8	7.42	10.7	11.6
P/E (lần)	153	24.4	10.5	16.8	19.4
P/E ĐC (lần)	242	25.9	10.7	17.3	20.1
P/B (lần)	1.74	2.58	2.07	1.85	1.68
Lợi suất cổ tức (%)	2.25	0.01	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