CTCP LỌC HÓA DẦU BÌNH SƠN (HOSE: BSR)

BÁO CÁO LẦN ĐẦU - 15/11/2025

Chuyên viên phân tích
Lê Nguyễn Tú Anh
anh.lnt@shs.com.vn

Khuyến nghị: Khả quan

Giá hiện tại (15/11/2025):	16.200VND
Giá mục tiêu:	**17.870 VND**
% tăng/giảm giá:	+10,3%

Thông số cơ bản:

Vốn hóa (tỷ VND):	80.867,9
SLCP lưu hành (triệu CP):	5.007,3
KLCP đang niêm yết (triệu CP):	2.342,6
KLGD trung bình 10 phiên (CP):	7.335,9
Giá thấp 52w:	18.500
Giá cao 52W:	9.000
Sở hữu nhà nước:	92,13%
Sở hữu NĐT nước ngoài:	0,53%
Free-float:	8,00%

Diễn biến giá cổ phiếu

Nguồn: SHS Research, FiinProX

	2022	2023	2024
Tổng tài sản	78,487.9	86,594.7	88,386.9
Vốn chủ	51,190.4	57,268.7	55,538.0
Doanh thu	167,126.5	147,423.4	123,027.1
Lãi sau thuế	14,669.4	8,592.6	591.1
ROE	1.3%	7.3%	6.1%
ROA	0.8%	4.8%	3.9%
EPS (VND)	4,731.3	2,771.4	190.6

DOANH THU PHỤC HỒI TRONG NGẮN HẠN, DỰ ÁN NÂNG CẤP NHÀ MÁY MỞ RA TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN

Sau khi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu BSR của CTCP Lọc Hóa Dầu Bình Sơn bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF), SHS đưa ra khuyến nghị Khả quan đối với cổ phiếu BSR, mức giá mục tiêu trong vòng 12 tháng tới là **17.870 VND/cổ phiếu**, cao hơn 10,3% so với mức giá 16.200 ngày 15/11/2025.

- Doanh thu cải thiện trong năm 2025 nhờ sản lượng tiêu thụ DO và RON95 tăng hỗ trợ bởi nhu cầu nội địa phục hồi. BLNG 9T2025 đạt 2,3% nhờ crack spread của DO, Jet A1 và LPG cải thiện và hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho;

- Doanh thu 2025 - 2026 dự kiến sẽ được hỗ trợ bởi tăng trưởng nhu cầu cả trong và ngoài nước. Thị trường trong nước tiếp tục phục hồi với tiêu thụ xăng dầu 2025 kỳ vọng tăng 8% so với 2024. Thị trường quốc tế trong khu vực đang bị siết sản lượng do các nhà máy trong khu vực bước vào giai đoạn bảo dưỡng hoặc dừng hoạt động.

- Biên lợi nhuận dự kiến phục hồi trong 2025 và giảm nhẹ vào 2026. Năm 2025 nhờ giảm thiểu chi phí bảo dưỡng, sửa chữa và bối cảnh crack spread hồi phục, BLN của BSR sẽ hưởng lợi.

- Dự án nâng cấp NMLD Dung Quất được dự báo sẽ tăng công suất nhà máy thêm 15% đồng thời nâng chất lượng sản phẩm đầu ra của nhà máy. Lợi nhuận dài hạn dự kiến cải thiện nhờ (i)chi phí đầu vào thấp hơn, (ii)sản phẩm có giá trị cao, (iii)sản lượng tăng.

- BSR sở hữu cơ cấu tài chính lành mạnh với cơ cấu vốn an toàn và dư địa tài chính còn lớn để dùng vốn vay. Dòng tiền hoạt động ổn định đảm bảo dự án đầu tư nâng cấp không làm gián đoạn hoạt động kinh doanh.

RỦI RO

- Biến động giá dầu và crack spread từ thị trường quốc tế: (i) crack spread là yếu tố then chốt quyết định biên lợi nhuận, (ii) giá dầu tăng nhanh khichưa kịp điều chỉnh giá bán sản phẩm → chi phí đầu vào cao hơn
- Rủi ro chậm tiến độ và đội vốn đầu tư: Gói thầu thi công san lấp mặt bằng, BSR đã phát hành hồ sơ mời thầu và tổ chức đóng thầu ba lần nhưng vẫn không có nhà thầu nào tham dự.
- Rủi ro vận hành và kỹ thuật: (i)sự cố kỹ thuật (rò rỉ, cháy nổ, hỏng thiết bị), (ii) pha trộn không tối ưu → giảm hiệu suất lọc, tăng chi phí bảo trì.

I. CTCP LỌC HÓA DẦU BÌNH SƠN (BSR)

1. Tổng quan công ty và cơ cấu cổ đông

CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (BSR) được thành lập năm 2008 và chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ 2018. BSR là đơn vị quản lý vận hành Nhà máy lọc dầu Dung Quất - công suất chế biến 6,5 triệu tấn dầu thô/năm ~ 148.000 thùng/ngày. Công ty hiện chiến khoảng 30% nhu cầu năng lượng của Việt Nam.

2009	2009	2011	2018	2024
Công ty TNHH MTV Lọc hóa dầu Bình Sơn thành lập	Đón dòng sản phẩm thương mại đầu tiên của NMLD Dung Quất	NMLD Dung Quất đi vào vận hành thương mại	IPO tại HOSE - giao dịch trên UPCOM Hoạt động theo mô hình CTCP	Chính thức niêm yết trên HOSE

Các sản phẩm chính của BSR:

Xăng RON92/95

Nhiên liệu phản lực (Jet A1 & Jet A1K)

Khí dầu mỏ hoá lỏng

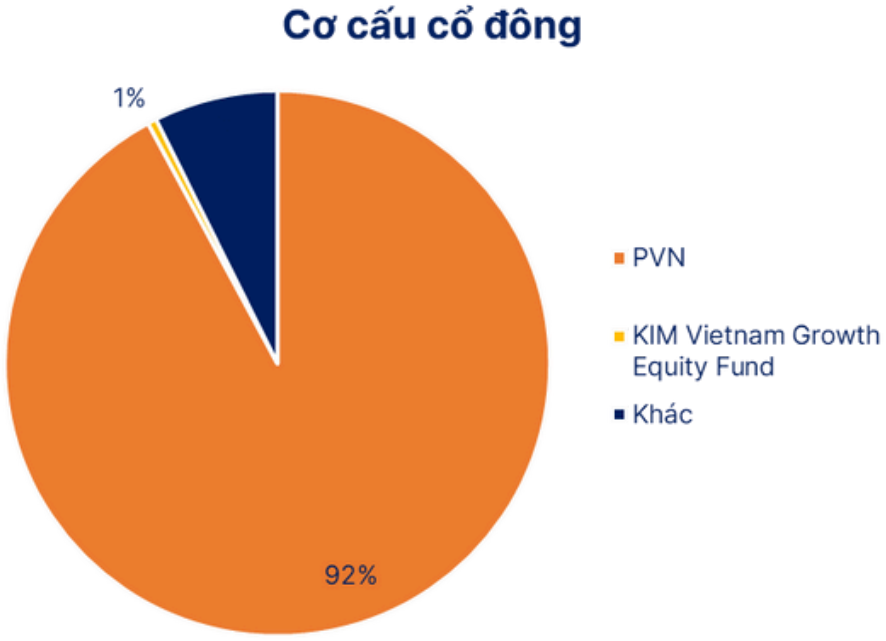
Dầu nhiên liệu (DO 0,05S; DO-L62 & FO)

Hạt nhựa PP

Cơ cấu sở hữu của BSR hiện khá tập trung, khi Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) nắm giữ tới 92,12% vốn điều lệ. Việc duy trì quyền kiểm soát này giúp PVN bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia, bởi BSR đóng góp khoảng 30% nguồn cung xăng dầu nội địa.

Trong thời gian tới, PVN có kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu tại BSR nhằm đáp ứng quy định của Luật Chứng khoán sửa đổi (có hiệu lực từ 1/1/2025), theo đó các doanh nghiệp niêm yết phải có ít nhất 10% cổ phiếu tự do chuyển nhượng.

Dự kiến, PVN sẽ thoái tối thiểu 2,13% cổ phần, và đang tiến hành đàm phán với các nhà đầu tư quan tâm đến thương vụ này.



2. Cấu trúc hoạt động

Đầu tư góp vốn vào các đơn vị khác:

Công ty	Tỷ lệ sở hữu (%)	Ghi chú
Công ty con		
CTCP Bao bì và Thương mại Dầu Khí Bình Sơn (BSPPT)	83,26%	Mã cổ phiếu PBT đã giao dịch trên UPCOM từ 18/01/2019
Công ty liên kết		
CTCP Bảo dưỡng và Sửa chữa Công trình dầu khí (PMS)	8,75%	N/A
Công ty TNHH Kho ngầm Xăng dầu Dầu khí Việt Nam (PVOS)	5,03%	N/A

BSR giữ vai trò then chốt ở hạ nguồn dầu khí, cùng Nghi Sơn vận hành hai nhà máy lọc dầu duy nhất tại Việt Nam, đáp ứng 65–70% nhu cầu nội địa.

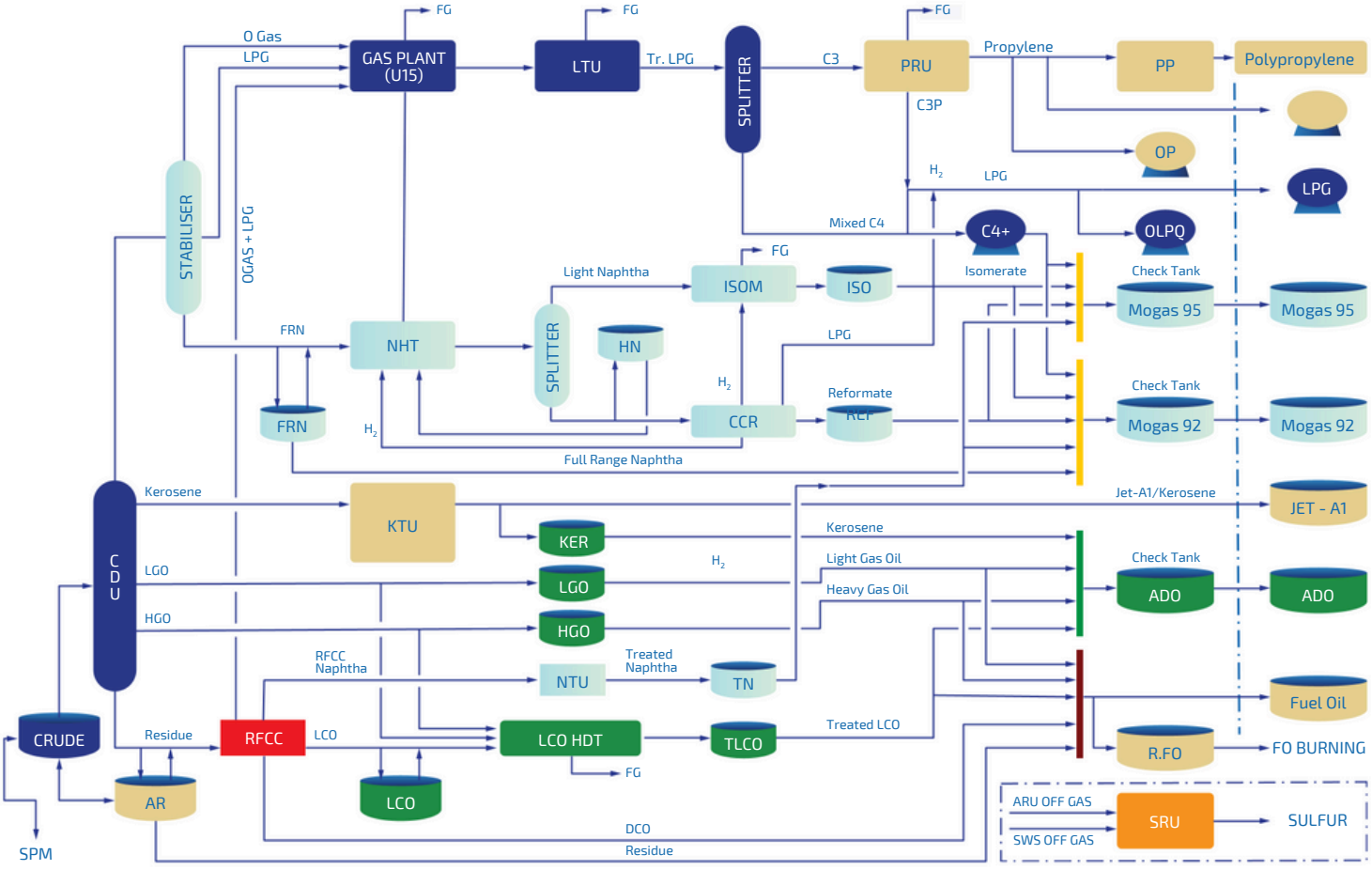
Hoạt động kinh doanh chính của BSR xoay quanh **nhà máy Lọc dầu Dung Quất**:

- Nhà máy chính gồm 15 phân xưởng công nghệ, 10 phân xưởng năng lượng phụ trợ, khu bể chứa dầu thô, bể chứa sản phẩm, hệ thống ống dẫn dầu thô và sản phẩm.
- Hệ thống phụ trợ cho hoạt động Nhà máy là các hạng mục cảng biển gồm hệ thống tiếp nhận dầu thô (SPM) cho tàu trọng tải đến 110 nghìn DWT.

NMLD Dung Quất được đưa vào vận hành năm 2009

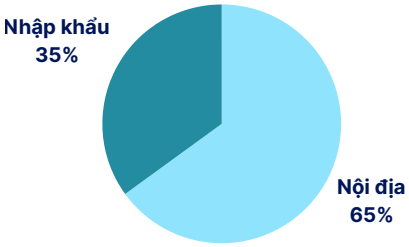
Công suất thiết kế 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, đáp ứng khoảng 30% nhu cầu năng lượng Việt Nam

Sơ đồ công nghệ và chu trình sản xuất NMLD Dung Quất



3. Chuỗi giá trị kinh doanh của BSR

Nguồn cung
Nội địa: Bạch Hổ, Sử Tử, Tê Giác Trắng
Nhập khẩu: Kuwait, Nigeria, Brunei, Azerbaijan.

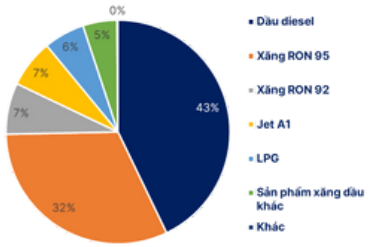


Sản xuất
Công suất thiết kế: 6,5 triệu tấn dầu /năm
Hiệu suất: 108-110%/năm

NMLD Dung Quất

Sản phẩm đầu ra
Sản phẩm xăng dầu
Sản phẩm khác

Cơ cấu sản phẩm đầu ra 6T2025



Nguồn cung dầu thô: BSR sử dụng cả dầu thô trong nước và nguồn nhập khẩu

	Nội địa	Nhập khẩu
Nguồn hiện tại	Mỏ Bạch Hổ, các mỏ nhỏ khác trong hệ thống PVN/Vietsopetro	Các loại dầu nhập khẩu đã thử nghiệm hoặc hợp tác • Azeri - SOCAR • Murban - UAE • Cooper Basin - Úc
Tỷ lệ nguồn	Hợp đồng 2021-2024: ~30% tổng cung	Nhập khẩu ~70% tùy năm và điều kiện thị trường
Nguồn dài hạn	2024-2027: BSR cùng PVOIL và Vietsopetro ký hợp đồng nguyên tắc cung cấp dài hạn. BSR đã ký các hợp đồng dài hạn mua toàn bộ sản lượng dầu thô từ Bạch Hổ, Rồng, Đại Hùng và Tê Giác Trắng.	BSR ký Biên bản Ghi nhớ (MOU) với SOCAR Trading Singapore để cung cấp dầu thô Azeri dài hạn từ 1/7/2025 đến 2035. BSR đã thử nghiệm thành công Murban (UAE) và Cooper Basin (Australia) vào năm 2024-2025. BSR cũng lên kế hoạch thử nghiệm thêm dầu thô từ Escravos (Nigeria) trong tương lai gần.

BSR đã luôn phụ thuộc vào nguồn cung từ mỏ Bạch Hổ (thời kỳ đầu lên tới ~60%) tuy nhiên mỏ suy giảm dẫn tới tỉ lệ nhập khẩu tăng trong các năm gần đây.

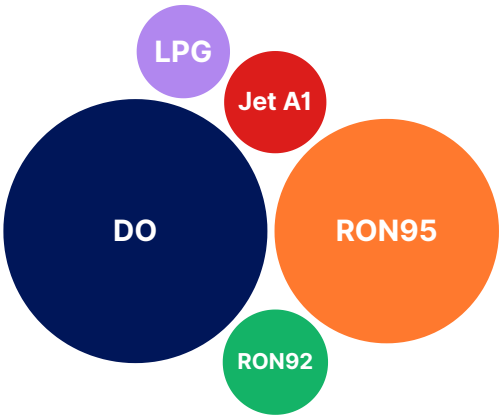
- BSR hiện chế biến thành công 11 loại dầu thô nội địa và 22 loại dầu thô nhập khẩu, với các lô nhập khẩu có thể chiếm tối đa ~60% thể tích phối trộn trong một số trường hợp để thay thế dầu thô Bạch Hổ suy giảm.
- BSR cũng đã chế biến hai nguyên liệu trung gian (SR LSFO & VGO) qua phân xưởng RFCC, giúp tăng công suất RFCC ~8%, góp phần tăng hiệu quả sử dụng nguồn nguyên liệu hỗn hợp.

3. Chuỗi giá trị kinh doanh của BSR (tiếp)

Doanh thu và lợi nhuận của BSR chủ yếu phụ thuộc vào giá dầu và crack spread:

- Dầu thô chiếm 90-95% chi phí đầu vào.
- Nhà máy thường vận hành trên 105% công suất thiết kế để đáp ứng 70% nhu cầu xăng dầu trong nước.
- Nhờ vị trí trong nước, BSR có lợi thế về chi phí vận chuyển và giao hàng nhanh, giúp duy trì mức premium cao hơn so với hàng nhập khẩu, qua đó củng cố biên lợi nhuận và thị phần.

5 nhóm sản phẩm chủ lực của BSR (đóng góp ~95% doanh thu)



- Dầu DO: nhu cầu lớn từ giao thông, sản xuất, vận tải, hàng hải.
- Xăng động cơ (RON 92; 95; E5): sản phẩm chủ lực, phục vụ tiêu thụ nội địa.
- Jet A1 (nhiên liệu phản lực): hưởng lợi từ sự phục hồi của ngành hàng không sau dịch Covid.
- LPG (khí hóa lỏng): Sử dụng trong dân dụng, công nghiệp; cạnh tranh với hàng nhập khẩu từ Trung Đông, Trung Quốc.

Giá bán sản phẩm của BSR dựa trên giá xăng dầu khu vực và khả năng đàm phán với các nhà phân phối:

Giá bán = MOPS + Premium

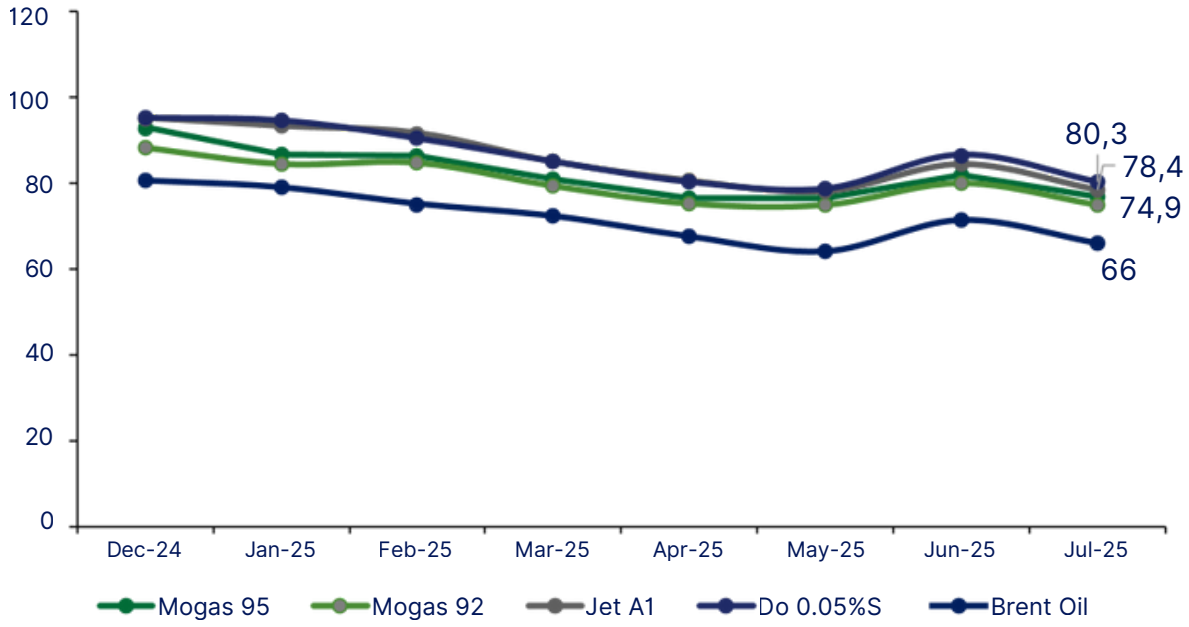
Trong đó:

- *MOPS: mức giá trung bình 15 ngày của các sản phẩm xăng dầu tại thị trường Singapore;*
- *Premium: phần chênh lệch cộng thêm do thương lượng giữa bên bán và bên mua.*

Lợi nhuận biến động chủ yếu do **ảnh hưởng từ crack spread** - thường xuyên biến động do phụ thuộc lớn vào thị trường Trung Quốc.

Diễn biến giá sản phẩm lọc dầu và dầu Brent Quý 2/2025

(Đơnvị: USD)



II. NGÀNH DẦU KHÍ

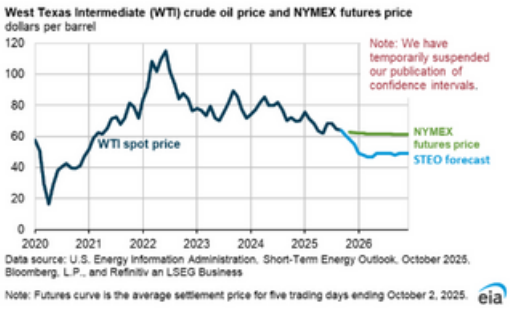
1. Thị trường cung - cầu dầu

Nhìn chung thị trường dầu mỏ thế giới chịu tác động bởi nhiều yếu tố đối nghịch:

- Nguồn cung gia tăng từ OPEC+ và lượng tồn kho toàn cầu tăng cao đang được cân bằng phần nào bởi
- Rủi ro gián đoạn nguồn cung do các lệnh trưng phạt nghiêm ngặt hơn đối với Nga và Iran.

Diễn biến giá & cấu trúc thị trường

Giá Brent duy trì ổn định quanh mức 67 USD/thùng, gần như không thay đổi từ tháng 8 Thị trường duy trì trạng thái backwardation nhẹ (giá kỳ hạ < giá giao ngay) chủ yếu được hỗ trợ bởi Trung Quốc tiếp tục tích trữ dầu thô, giúp hấp thụ phần dư cung.

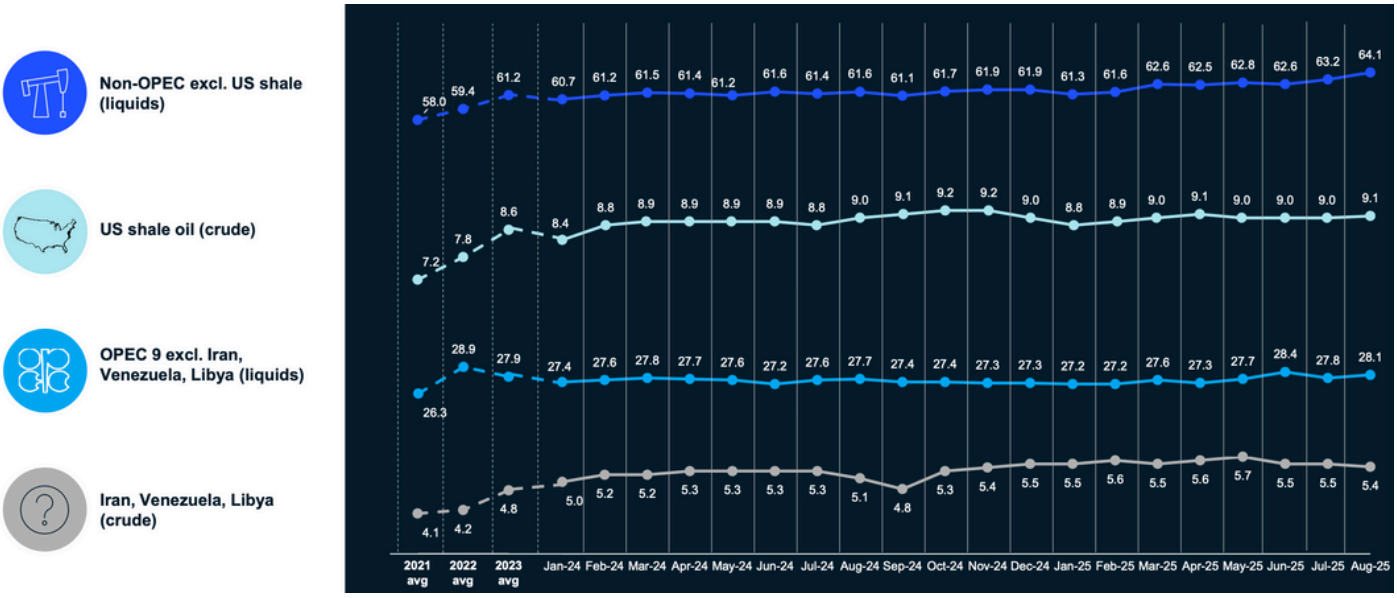


Diễn biến nguồn cung

Từ OPEC+

- 7/9/2025, OPEC+ thông báo sẽ nới lỏng 1 phần cắt giảm sản lượng, bổ sung 137.000 thùng/ngày trong tháng 10.
- Tuy nhiên mức tăng thực tế thấp hơn so với mục tiêu đề ra do Iraq, UAE, Kuwait và Kazakhstan hiện đã sản xuất cao hơn hạn ngạch khoảng 1,1 triệu thùng/ngày. Đồng thời, Nga cùng 1 số nước khác hạn chế về năng lực khai thác.

Từ quý I 2025 đến tháng 9, sản lượng dầu thô của OPEC+ tăng 1,5 triệu thùng/ngày, thấp hơn mức 2,5 triệu thùng/ngày dự kiến. Bên cạnh đó phần lớn lượng dầu bổ sung này được sử dụng ở nội địa Trung Đông thay vì xuất khẩu.



Từ ngoài OPEC+:

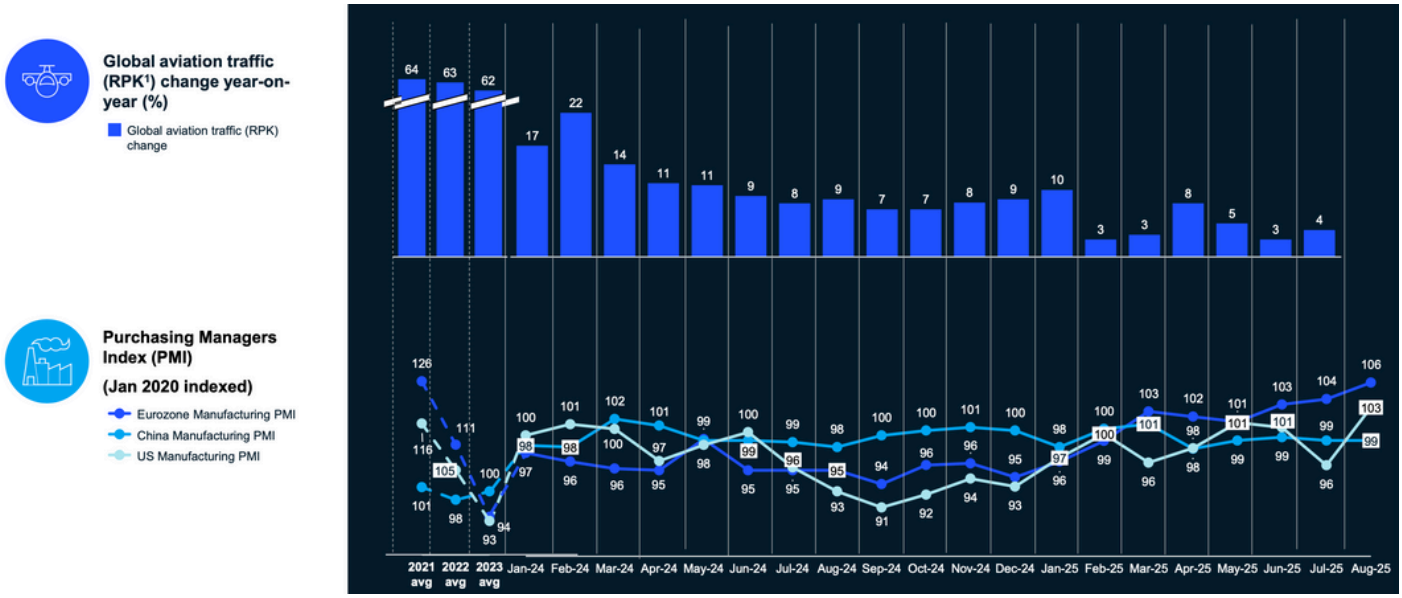
- Tiếp tục tăng mạnh, dẫn đầu bởi Mỹ, Brazil, Canada, Guyana và Argentina.
- Dự kiến sản lượng từ các quốc gia này sẽ tăng sản lượng thêm 1,4 triệu thùng/ngày trong 2025 và ~1 triệu thùng/ngày năm 2026.

II. NGÀNH DẦU KHÍ

1. Thị trường cung - cầu dầu (tiếp)

Nhu cầu tiêu thụ

Nhu cầu dầu dự kiến chỉ tăng khoảng 700.000 thùng/ngày trong cả 2025 và 2026, tốc độ tăng trưởng chững lại so với các năm trước.



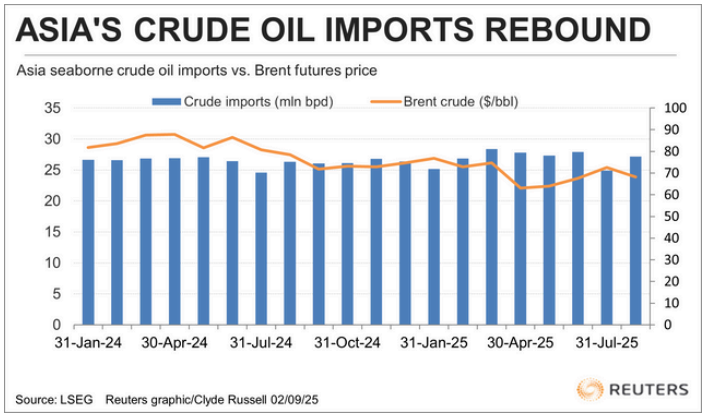
Quý III 2025 tăng trưởng dầu toàn cầu tăng 750 nghìn thùng/ngày so với cùng kỳ năm trước, phục hồi nhẹ so với mức tăng yếu của quý II.

- Hoạt động sản xuất toàn cầu suy yếu: PMI vẫn ở mức dưới trung bình tại khu vực Euro, Mỹ, và Trung Quốc.
- Đồng thời, quá trình điện hóa trong lĩnh vực giao thông vận tải và sản xuất công nghiệp trì trệ tiếp tục kìm hãm tốc độ tiêu thụ dầu.

Ngành hàng không và lọc hóa dầu đang là điểm sáng tạm thời cho tiêu thụ dầu thô:

- Lưu lượng hàng không toàn cầu (RPK) hiện vẫn tăng 4-5% so với cùng kỳ, tuy nhiên vẫn thấp hơn nhiều so với giai đoạn trước → động lực ổn định cho tiêu thụ dầu.
- Nguyên liệu đầu vào cho ngành lọc hóa dầu là dẫn dắt đà tăng nhu cầu trong quý III 2025, đặc biệt tại Châu Á - hoạt động lọc dầu duy trì cao bất chấp môi trường kinh tế kém sôi động.

Khu vực Châu Á



Trung bình từ tháng 1 - 8/2025, châu Á nhập khẩu 27,02 triệu thùng/ngày, cao hơn 510 nghìn thùng/ngày so với mức trung bình cả năm 2024.

- Đợt tăng nhập khẩu chủ yếu do yếu tố giá, không phải tăng trưởng thuần từ nhu cầu
- Phần lớn lượng hàng đến trong tháng 8 được mua từ tháng 5 - 6, khi Brent xuống mức thấp nhất trong năm (58,5–65 USD/thùng).

Nhập khẩu dầu thô tháng 9/2025 của Trung Quốc giảm so với tháng 8 nhưng tăng nhẹ so với cùng kỳ năm trước. Refinery run tăng (hiệu suất cao) – **Trung Quốc đang đốt nhiều dầu hơn cho chế biến/tiêu thụ chứ không chỉ tích trữ**.

2. Ngành lọc hóa dầu

ASEAN vẫn là một trung tâm lọc-hóa dầu quan trọng của châu Á và ngành lọc hóa dầu đang có xu hướng tích hợp sâu hơn giữa lọc dầu và hóa dầu để tối ưu giá trị:

- Shell bán tổ hợp lọc - hóa dầu Singapore cho liên doanh Chandra Asri – Glencore

=> Các tập đoàn năng lượng lớn phương Tây rút lui còn doanh nghiệp khu vực đẩy mạnh đầu tư để kiểm soát chuỗi giá trị.

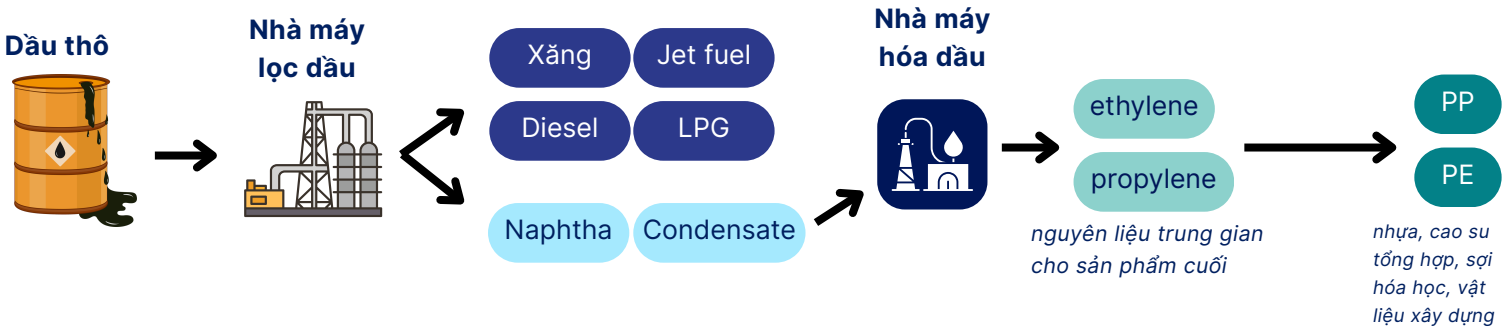
Phần lớn nhà máy cracker ở ASEAN vẫn sử dụng naphtha làm nguyên liệu, do thiếu nguồn khí ethane/propane giá rẻ như ở Mỹ/Trung Đông.

=> **Biên lợi nhuận sản xuất olefins (ethylene, propylene) rất nhạy cảm với giá dầu thô**, vì chi phí naphtha tăng mạnh khi giá dầu tăng. Trong bối cảnh giá dầu duy trì ở mức cao, các nhà máy trong khu vực chịu áp lực cạnh tranh lớn từ Trung Đông, nơi chi phí sản xuất thấp hơn nhờ nguồn khí tự nhiên dồi dào.

Việt Nam:

Nhà máy	Công suất (triệu thùng/ngày)	Ghi chú
Năng lực lọc dầu chính		
NMLD Dung Quất	~148,000	• Đang có dự án nâng cấp, tăng công suất; • Vận hành ~118% tính đến 9T2025.
NMLD Nghi Sơn	~200,000	• Chuyên xử lý dầu thô nhập khẩu; • Vận hành >110% tính đến 6T2025.
Năng lực hoá dầu chính		
Tổ hợp hoá dầu Long Sơn	Nhà máy olefins: khoảng **1,35 triệu tấn/năm**. Ba nhà máy PE/PP: tổng khoảng **1,4 triệu tấn/năm**	20/8/2025, LSP thông báo đã tái khởi động toàn bộ tổ hợp sau gần 1 năm tạm dừng, nhờ điều kiện thị trường cải thiện

Chuỗi giá trị lọc - hóa dầu nội địa:



Chuỗi giá trị hóa dầu nội địa còn hạn chế:

- Hầu hết các nhà máy hóa dầu và nhà máy hóa chất ở Việt Nam vẫn **phụ thuộc vào naphtha** (thường biến động cùng với giá dầu thô)

=> ảnh hưởng trực tiếp lên biên lợi nhuận.

- Việt Nam **có ít nhà máy hóa dầu lớn tích hợp sâu** hơn so với Singapore, Indonesia, Thái Lan

=> Việt Nam phải cạnh tranh về chi phí logistics, liên kết thị trường xuất khẩu và chính sách ưu đãi.

2. Ngành lọc hóa dầu (tiếp)

Các chỉ số và biến động giá quốc tế

Giá dầu thô đầu vào

Thị trường dầu thế giới đang trong trạng thái nguồn cung tăng nhưng cân bằng (OPEC+ đạc chấo thuận tăng sản lượng nhỏ), khiến giá biến động quanh vùng ổn đinh. TUY nhiên, thực tế tuần thủ quota và rủi ro địa chính trị vẫn khiến thị trường nhạy cảm.

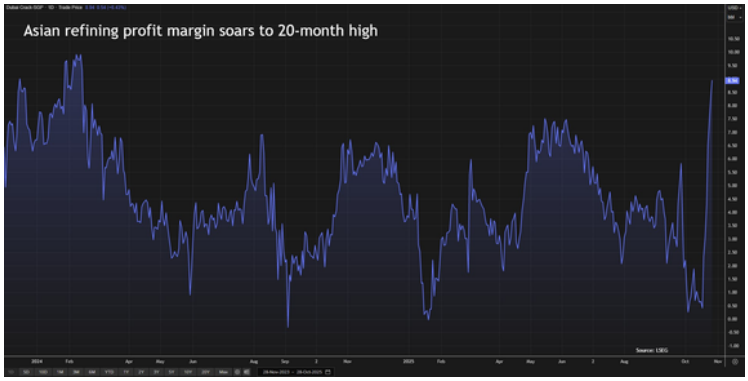
Khi giá dầu thô biến động, crack spread doanh nghiệp lọc dầu sẽ bị ảnh hưởng trực tiếp

- Khi giá dầu tăng nhanh, biên lợi nhuận bị thu hẹp, buộc nhà máy có thể giảm công suất;
- Khi giá dầu giảm hoặc diesel crack mở rộng, refiners tăng sản xuất để tận dụng lợi nhuận

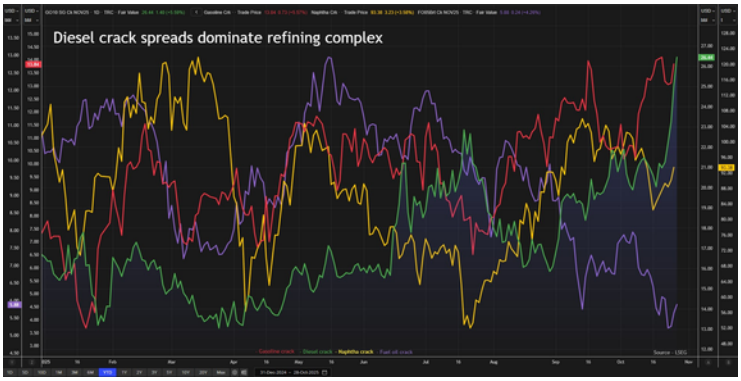
(Tác động này thường có độ trễ 1–2 tháng do chu kỳ nhập hàng)

Crack spread - biên lợi nhuận lọc dầu

Biên lợi nhuận lọc dầu khu vực châu Á tăng vọt, đạt mức cao nhất trong 20 tháng



Chênh lệch giá dầu diesel chi phối biên lợi nhuận lọc dầu tại châu Á



Crack spread Châu Á hiện đang phản ánh :

- Diễn biến OPEC+ tăng/cắt giảm nguồn cung;
- Thay đổi luồng xuất khẩu của Trung Quốc;
- Lệnh trừng phạt lên một số nguồn cung (Nga);
- Nhu cầu mùa đông và vận tải đẩy mạnh tiêu thụ.

Cuối 10/2025, crack spread Châu Á tăng vọt do nguồn cung diesel thắt chặt sau các biện pháp trừng phạt của Mỹ lên Nga.

- Biên lợi nhuận lọc dầu phức hợp tăng lên gần 9USD/thùng - cao nhất trong 20 tháng;
- Diesel crack lên tới 26USD/thùng tại Châu Á;
- Biên lợi nhuận xăng cũng tăng gần 30% trong tháng 10, đạt khoảng 13 USD/thùng, trong khi naphtha và dầu nhiên liệu duy trì yếu.

Tổng thể, đây là **cơ hội ngắn hạn cho các nhà máy lọc dầu khu vực** nhưng rủi ro điều chỉnh cao khi nguồn cung OPEC+ và hành vi thương mại của Trung Quốc thay đổi. Ở Việt Nam, Bộ Công thương đã cải cách cơ chế giá xăng dầu, giảm kiểm soát hành chính, tăng tính thị trường, giúp phản ánh nhanh hơn biến động crack spread quốc tế vào giá nội địa, hỗ trợ biên lọc dầu nội địa ngắn hạn.

III. BSR

1. Kết quả kinh doanh 2024 và 9T2025

2024

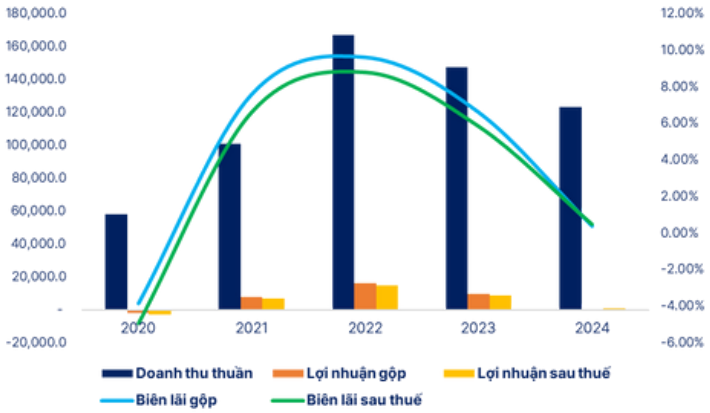
Năm 2024: Thị trường dầu thô và sản phẩm lọc hóa dầu biến động mạnh, khó dự đoán:

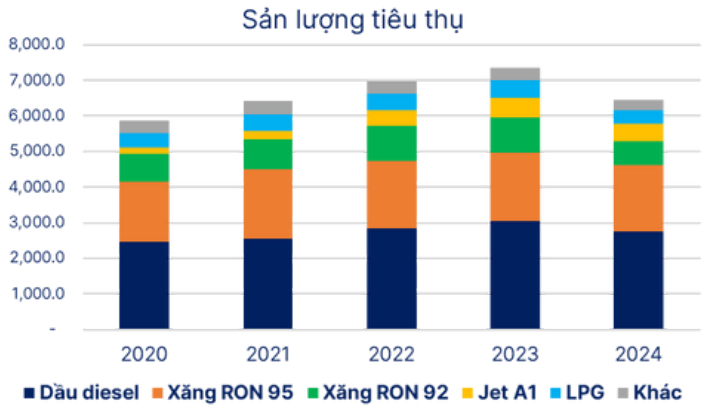
- Thuận lợi trong quý I, khó khăn từ quý II, phục hồi nhẹ giữa năm, nhưng đặc biệt suy giảm vào tháng 8–9 và quý IV/2024.
- Crack margin của xăng Mogas 92RON liên tục âm, trung bình năm giảm 43,6–73,3% so với 2023, khiến nhiều nhà máy lọc dầu trong và ngoài nước lỗ/dừng hoạt động (có nhà máy FDI tại Việt Nam lỗ hơn 800 triệu USD).

2024 ghi nhận doanh thu và LNST thấp nhất từ 2022.

Dù vậy, **BSR đã ứng phó linh hoạt** nhờ:

- Hoàn thành bảo dưỡng tổng thể (TA5) đúng tiến độ - góp phần giảm chi phí sản xuất
- Mở rộng "giỏ dầu thô chế biến" với 16 loại dầu mới và thử nghiệm thành công 2 loại mới (Bertam, Murban).
- Tăng công suất khả dụng: CDU 118%, RFCC 110%, KTU 140%, SRU2 130%.
- Tối đa hóa sản phẩm có crack margin cao, phát triển sản phẩm PP giá trị cao.



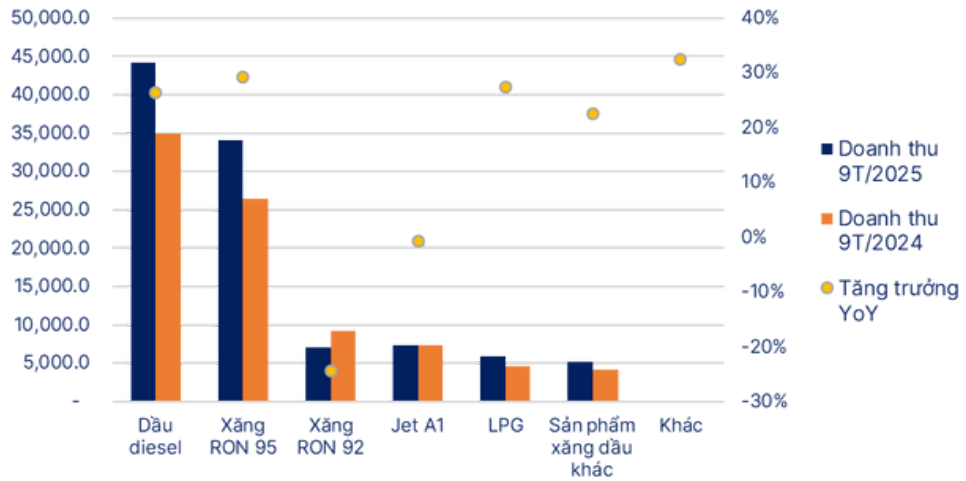


9T2025

Doanh thu hợp nhất đạt **103.956 tỷ VNĐ**, lợi nhuận sau thuế đạt **2.155 tỷ VNĐ** (gấp 3,2 lần cùng kỳ 2024).

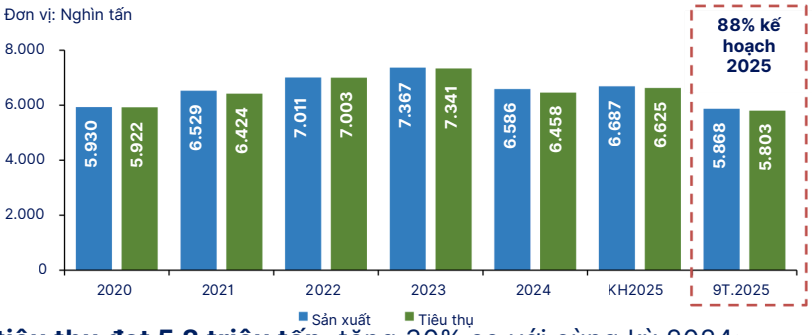
Sản lượng 9T2025 đạt trên 5 triệu tấn.

- Doanh thu +19,4% so với 9T2024;
- Diesel (DO) là sản phẩm chi phối doanh thu với cơ cấu chiếm ~43% tổng doanh thu
- **Sản lượng tiêu thụ DO và xăng RON95 tăng** nhờ nhu cầu nội địa phục hồi;
- Giá vốn tăng tương ứng 17%, phản ánh **biên lợi nhuận gộp có cải thiện** nhẹ nhờ quản lý chi phí đầu vào và crack spread DO cải thiện.



1. Kết quả sản xuất kinh doanh 2024 và 9T2025 (tiếp)

Sản lượng sản xuất và tiêu thụ 2020-9T2025



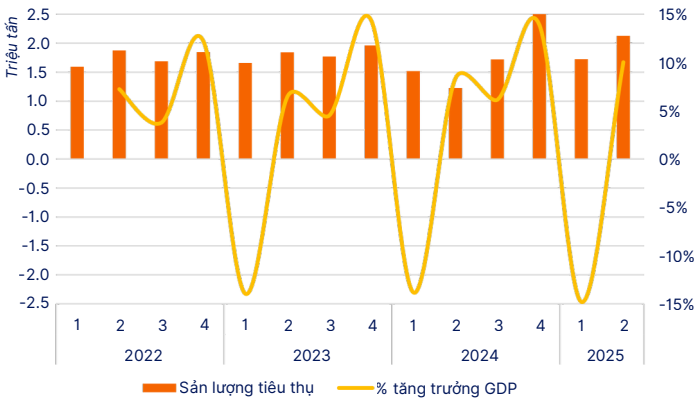
9T2025, sản lượng tiêu thụ đạt 5,8 triệu tấn, tăng 30% so với cùng kỳ 2024:

- NMLD Dung Quất hoạt động với **công suất trung bình đạt 118% công suất thiết kế;**
- BSR **đa dạng hóa nguồn dầu thô** đầu vào (nhập thêm dầu ESPO, Murban, WTI thay cho Dubai truyền thống) giúp tối ưu chi phí chế biến và cải thiện biên lợi nhuận;

(Tháng 8/2025, BSR mua 1 triệu thùng WTI theo thỏa thuận đàm phán nhằm tránh thuế cao của Mỹ và tận dụng giá WTI cạnh tranh hơn Trung Đông)

- GDP tăng 6,3–6,5%, dẫn đầu bởi sản xuất, logistics và thương mại nội địa. Nhu cầu vận tải hàng hóa, hành khách tăng mạnh, **kéo theo tiêu thụ dầu diesel và Jet A-1.**

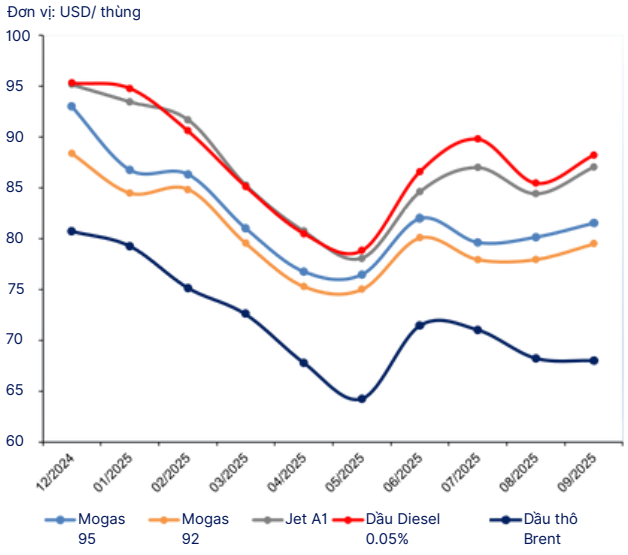
Tương quan sản lượng tiêu thụ và % tăng trưởng GDP



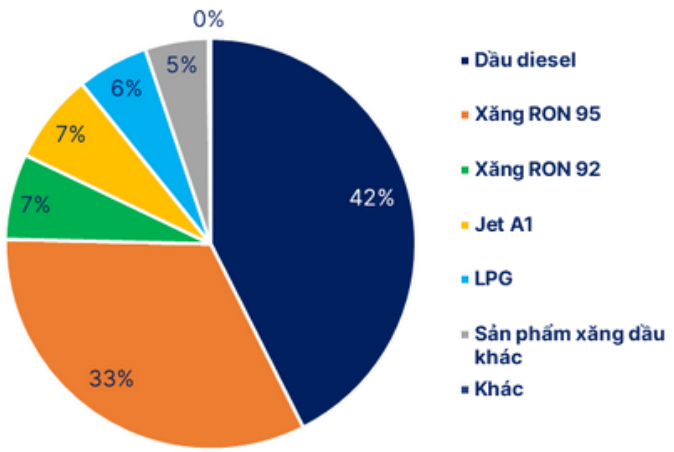
BLNG hợp nhất 9T2025 đạt ~2,3% (so với 0,7% 9T2024) chủ yếu nhờ hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho đồng thời với crack spread của các sản phẩm DO, Jet A1 và LPG có cải thiện trong Q3/2025

- Crack spread Q3/2025 tích cực, đặc biệt Jet A1 & DO đạt ~18–20 USD/thùng nhờ giá dầu giảm và nhu cầu chuyến bay/hoạt động
- DO & Jet A1 có margin cao trong Q3 — và vì DO chiếm tỉ trọng lớn về doanh thu nên cải thiện margin DO có tác động tỉ lệ lớn lên biên hợp nhất.
- Ngoài ra, xăng RON 92 & 95 vẫn chịu sức ép cạnh tranh và margin âm.

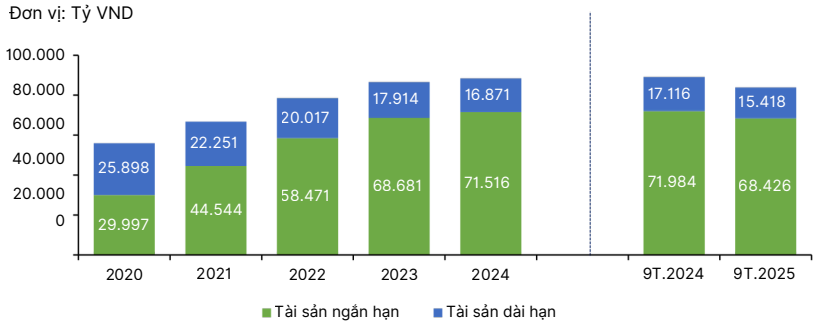
Diễn biến giá dầu và các sản phẩm lọc dầu của BSR



Cơ cấu sản phẩm theo doanh thu 9T2025

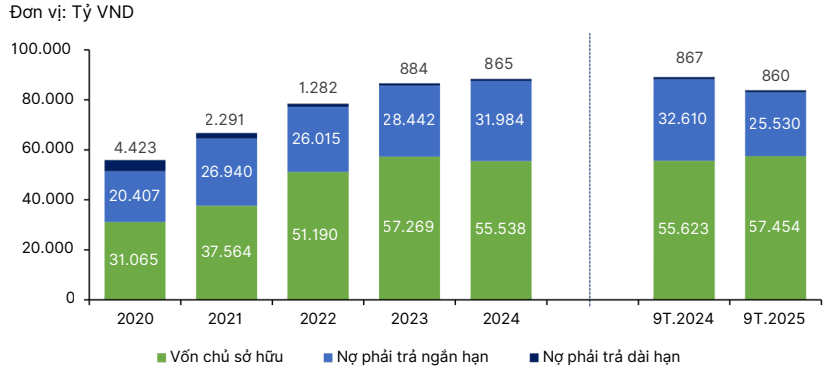


2. Tình hình tài chính 9T2025



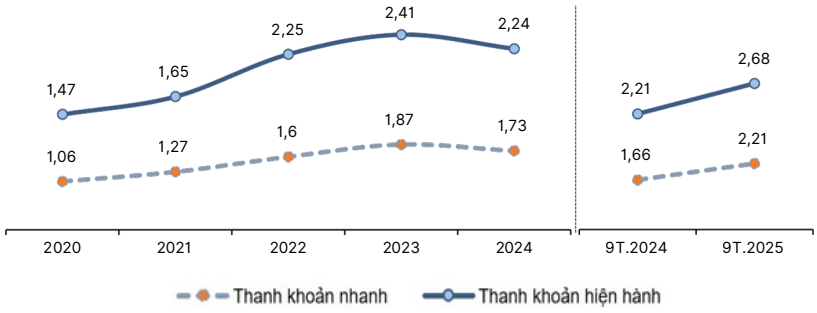
Quy mô tài sản giảm nhẹ so với cùng kỳ 2024, chủ yếu do giảm hàng tồn kho và tiền mặt sau khi chi cổ tức:

- Tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn (~82% TTS) do đặc thù vốn lưu động lớn của doanh nghiệp lọc dầu.
- Tài sản dài hạn có xu hướng giảm liên tục do tài sản khấu hao ròng cao hơn đầu tư mới trong khi dự án nâng cấp NMLD Dung Quất chưa ghi nhận lớn.



9T2025 VCSH tăng nhẹ nhờ lợi nhuận giữ lại:

- Cơ cấu nguồn vốn rất an toàn: tỷ trọng vốn chủ cao và nợ ngắn hạn giảm dần;
- Đây là điều hiếm thấy trong nhóm lọc – hóa dầu khu vực, vì các doanh nghiệp khác (như Thai Oil, SK Energy) thường dùng đòn bẩy cao hơn 2–3 lần.
- Sức khỏe bảng cân đối mạnh giúp BSR có dư địa vay mới để tài trợ cho dự án NCMR giai đoạn 2026–2028.

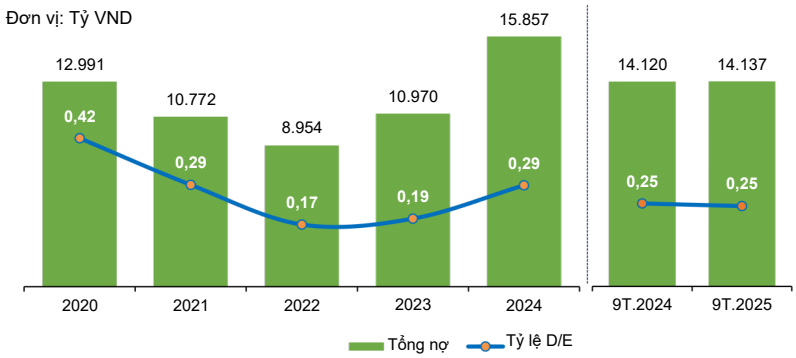


Thanh khoản ngắn hạn cực kỳ mạnh, vượt xa mức chuẩn ngành (~1.2–1.5).

- Tuy nhiên, tỷ lệ này quá cao cũng cho thấy hiệu quả sử dụng vốn lưu động chưa tối ưu – dòng tiền bị "đọng" trong tồn kho và phải thu.

Nguyên nhân chính:

- Sau giai đoạn 2024 BSR tăng tích trữ hàng hóa để ứng phó biến động giá dầu, khiến tài sản ngắn hạn lớn.
- Quý 3/2025 có dòng tiền mạnh từ hoàn nhập dự phòng, làm tăng nhanh tiền mặt.



D/E 0.26 → rất thấp, cho thấy BSR hầu như không dùng đòn bẩy tài chính.

- Tổng nợ giảm 11% so với cùng kỳ, cho thấy công ty đang chủ động trả nợ, củng cố vị thế tài chính trước giai đoạn đầu tư lớn.
- So với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (D/E trung bình 0.8–1.2), BSR an toàn hơn đáng kể.

3. Sự kiện BSR trong Q3/2025

Hoạt động SXKD:

- NMLD Dung Quất vận hành ổn định với công suất bình quân 118%, sản lượng sản xuất đạt 5,87 triệu tấn;
- Nhà máy Nhiên liệu Sinh học Dung Quất dự kiến hoạt động trở lại từ tháng 11/2025:

- BSR và PVOIL đã xuất bán lô xăng sinh học E10 RON95 thương mại đầu tiên, mở rộng phân phối tại Quảng Ngãi và khu vực miền Trung.

Dự án nâng cấp, mở rộng NMLD Dung Quất:

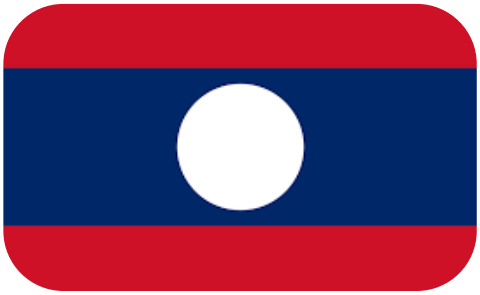
- BSR đã phê duyệt thiết kế kỹ thuật tổng thể điều chỉnh ("FEED") và dự toán xây dựng công trình;
- BSR đã phê duyệt hồ sơ mời thầu EPC ngày 02/09/2025 và phát hành hồ sơ mời thầu ngày 03/09;
- Dự kiến đầu năm 2026 sẽ tiến hành thi công nâng cấp.

Tăng vốn điều lệ:

- BSR chia cổ tức bằng cổ phiếu và cổ phiếu thưởng tỷ lệ 61,5%;
- Sau khi phát hành, vốn điều lệ đạt trên 50.000 tỷ VNĐ.

Mở rộng xuất khẩu sang Lào

- BSR và Somvanchaleun Petroleum Jelly Co., Ltd. (Lào) ký bản ghi nhớ hợp tác ngày 4/11/2025 - BSR sẽ xuất khẩu DO sang thị trường Lào;
- Lần xuất thử đầu tiên đã thực hiện: xuất khẩu dầu DO sang Lào (qua cửa khẩu Na Mèo) — lô đầu ~315 m^3 tại tháng 7/2025, sau đó thêm 225 m^3 đầu tháng 9/2025.



IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Doanh thu và biên lợi nhuận có dư địa tăng trong ngắn hạn

Tăng trưởng cầu trong và ngoài nước thúc đẩy tăng trưởng doanh thu

Nhu cầu nội địa đang mạnh và tăng nhanh

Bộ Công Thương cho biết **tiêu thụ xăng dầu 2025 được kỳ vọng tăng ~8% so với 2024** nhờ hoạt động kinh tế, giao thông, công nghiệp tăng lại:

- Tiêu thụ nội địa — 6 tháng đầu 2025 đạt 7,58 triệu tấn (≈ 9,06 triệu m^3).
- Kế hoạch / dự kiến — 6 tháng cuối 2025 (MOIT): tiêu thụ nội địa 6T cuối = 7,40 triệu tấn (≈ 8,8 triệu m^3).

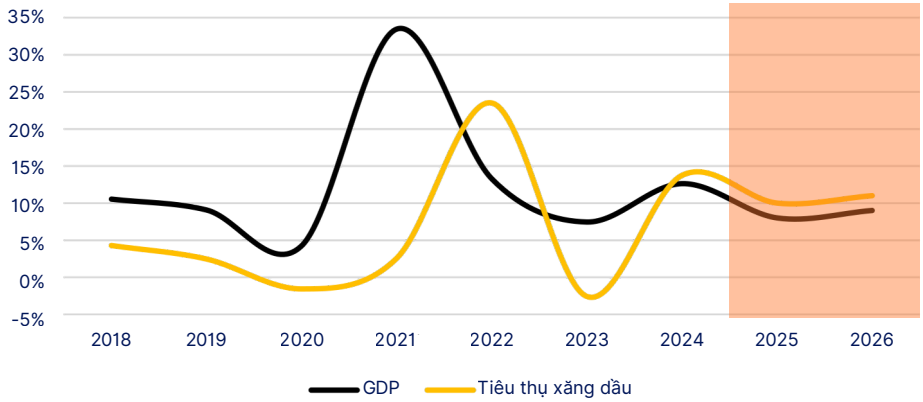
Do đó, tổng tiêu thụ nội địa 2025 dự kiến đạt 14,98 triệu tấn (≈ 17,86 triệu m^3).

Tiêu thụ 2026 được dự báo chịu ảnh hưởng bởi 3 yếu tố chính:

- Tăng trưởng kinh tế trong nước;
- Việc triển khai E10 toàn quốc từ ngày 1/1/2026;
- Diễn biến giá dầu cùng nguồn cung tinh chế toàn cầu.

Tiêu thụ nội địa **2026 được dự báo đi ngang hoặc tăng nhẹ (3-4%)** khi kinh tế và nhu cầu vận tải tiếp tục phục hồi ổn định.

GDP tăng trưởng thúc đẩy tiêu thụ xăng dầu



NMLD Dung Quất hoàn thành đợt bảo dưỡng tổng thể lần 5:

- Sau bảo dưỡng định kỳ công suất hoạt động nhà máy được nâng lên 114% công suất thiết kế;
- Sản lượng sản xuất 9T2025 ghi nhận sản lượng 5,87 triệu tấn (+23,1% so với cùng kỳ), hoàn thành 88% kế hoạch đề ra;

Nhìn chung, sau TA5, Dung Quất đang ở giai đoạn "hiệu suất cao", với khả năng duy trì vận hành ổn định, giảm thời gian dừng máy và tăng sản lượng đáng kể trong giai đoạn 2025–2026. Nếu nhà máy duy trì được mức vận hành ~120% công suất thiết kế, sản lượng có thể tăng thêm khoảng 1,06 triệu tấn mỗi năm so với mức thông thường.

1. Doanh thu và biên lợi nhuận có dư địa tăng trong ngắn hạn (tiếp)

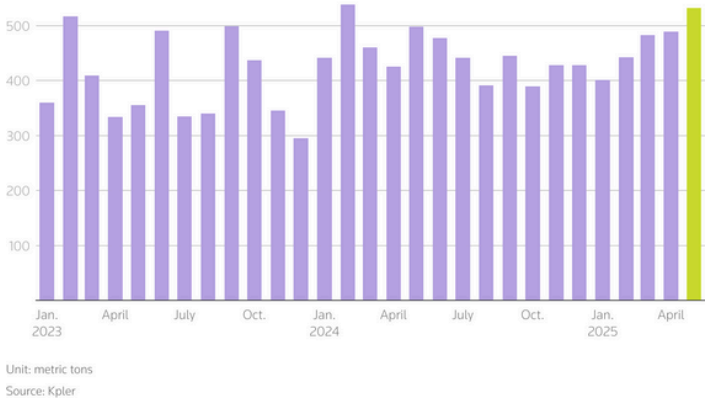
Tăng trưởng cầu trong và ngoài nước thúc đẩy tăng trưởng doanh thu (tiếp)

Cơ hội xuất khẩu khi thị trường khu vực bị siết sản lượng

Thị trường mid-distillates (diesel/jet) khu vực thiếu hụt vì dừng hoạt đông / bảo trì của các nhà máy trong khu vực— tạo chỗ trống cho nguồn từ Dung Quất

- Tháng 4/2025, lượng nhập khẩu nhiên liệu tinh chế khu vực châu Á giảm xuống 166,37 triệu thùng — thấp nhất trong 4 năm do một số nhà máy lọc dầu lớn ở Ấn Độ, Trung Quốc, Singapore đang trong giai đoạn bảo trì hoặc có hoạt động xuất khẩu trồi sụt
- Reuters ghi nhận các đợt gián đoạn đã đẩy nhu cầu nhập khẩu khu vực: xuất khẩu jet từ châu Á tới bờ Tây Hoa Kỳ tăng do nhà máy dừng hoạt động ở California

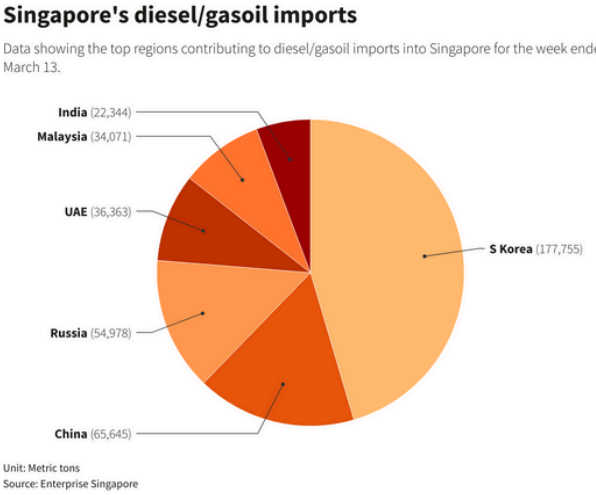
=> Dung Quất có thể chuyển một phần sản lượng nội tiêu sang bán ngoại



Khối lượng giao dịch nhiên liệu phản lực trên tuyến đường châu Á-USWC đã tăng vọt vào tháng 5 do tình trạng gián đoạn nguồn cung trước đó ở khu vực bờ biển phía tây Hoa Kỳ

"Trung tâm" lưu kho & giao thương ở Singapore có biến động lớn — mở ra cơ hội cho nguồn thay thế từ Việt Nam

- Singapore là trung tâm giao dịch & lưu kho các sản phẩm lọc dầu châu Á. Khi xuất khẩu/distillate từ Singapore giảm thì dòng cung có thể căng.
- Khi cung từ các "hub" lớn bị sụt thì các nhà máy nhỏ hoặc ở nước khác nếu có khả năng xuất khẩu sẽ được thị trường xem là nguồn thay thế.



Singapore nhận và chuyển nhiều hàng từ nhiều nước (Hàn Quốc, Ấn Độ, UAE, Trung Quốc...). Khi những nguồn này giảm xuất, lượng qua hub giảm — dẫn tới căng thẳng cung ở khu vực.

Tác động của lệnh trừng phạt hoặc logistics làm dịch chuyển dòng hàng — tăng nhu cầu cho nguồn thay thế như Dung Quất

- Khi có lệnh trừng phạt, gián đoạn vận chuyển, hoặc bảo trì lớn thì một số nguồn cung bị "khóa" lại hoặc chậm lại => đẩy nhu cầu tìm nguồn thay thế.
- Ghi chú chung: IEA & các nguồn phân tích thị trường thường nêu rằng yếu tố địa chính trị + logistics có thể gây bất ngờ ở mảng nhiên liệu tinh chế, làm giá thay đổi.

1. Doanh thu và biên lợi nhuận có dư địa tăng trong ngắn hạn (tiếp)

Biên lợi nhuận phụ thuộc chủ yếu vào crack spread và tỷ trọng sản xuất của BSR

Hiện trạng và xu hướng trong ngắn hạn:

2025 ghi nhận độ biến động cao ở sản phẩm chưng cất giữa (diesel/jet) do:

- **Nhiều đợt bảo trì, dừng hoạt động** của các nhà máy lọc và **giảm lượng xuất khẩu** từ các nước chính giảm, khiến nhập khẩu trong khu vực co lại

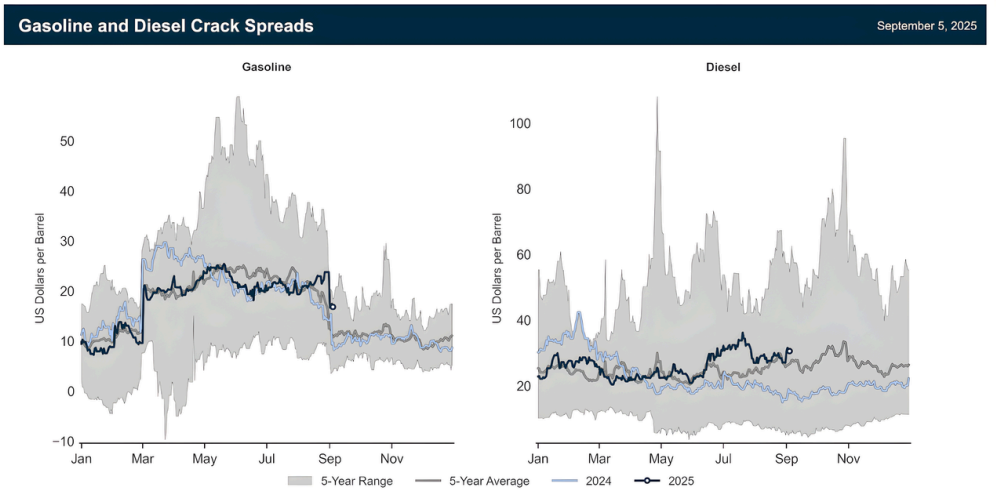
=> trong ngắn hạn đẩy biên lọc dầu lên

- **Singapore hoặc các nước xuất khẩu lớn giảm xuất khẩu**, những nước nhập khẩu phải tìm nguồn thay thế nhanh. Tạo cạnh tranh mua hàng giao ngay

=> làm tăng biên lọc dầu

- **Các lệnh trừng phạt, tắc nghẽn vận chuyển** ảnh hưởng tới nguồn cung hằng ngày ngay cả khi năng lực tinh chế còn tồn tại.

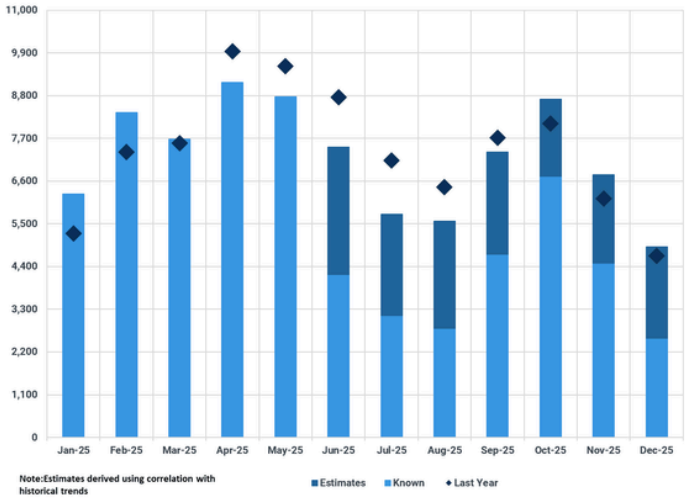
=> Sự phối hợp giữa mất nguồn cung và mùa nhu cầu cao là 1 trong những nhân tố khiến biên lọc dầu duy trì ở mức cao.



Khi nhiều nhà máy lọc đồng loạt bảo trì theo mùa hoặc có một vài sự cố dừng hoạt động và mùa nhu cầu kéo dài **biên lọc dầu có thể duy trì cao trong vài quý** cho tới khi các nhà máy hoàn tất bảo trì hoặc có nguồn thay thế bù đắp.

IEA lưu ý biên lọc dầu khu vực đã đạt mức cao 12-tháng vào cuối tháng 4/2025 và mức cao **có thể kéo dài nếu gián đoạn nguồn cung tiếp diễn**. Các yếu tố quyết định thời gian duy trì margin cao:

- Tình trạng dự trữ tại hub (Singapore vf các cảng lớn);
- Tỷ lệ chạy của các nhà máy lọc lớn;
- Dòng hàng thương mại và số lượng tàu chở diesel/jet trên tuyến đến khu vực;
- Biến động nguồn cung từ OPEC+.



Châu Á: Sản lượng dừng bảo dưỡng tăng mạnh do Trung Quốc dẫn đầu:

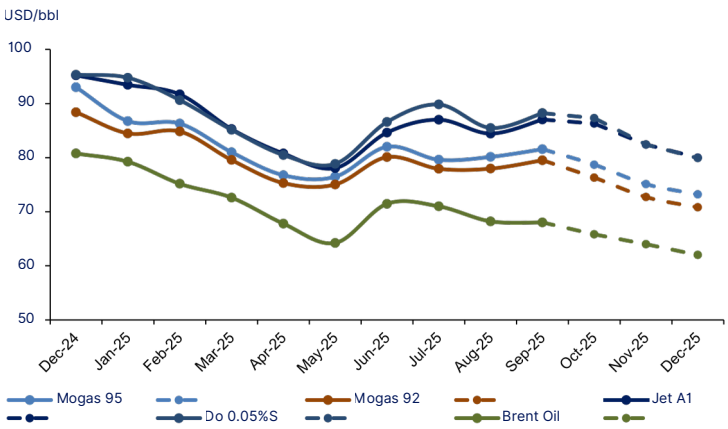
- *Trung Quốc — chiếm khoảng 50% tổng số lượng nhà máy dừng hoạt động.*
- *Nhiều đợt bảo dưỡng lớn cũng diễn ra tại Malaysia, Nhật Bản và Ấn Độ*

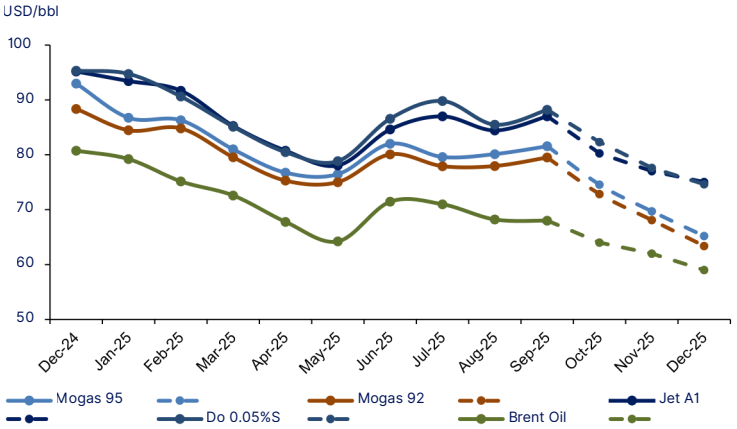
***Tình trạng dừng hoạt động** tại châu Á dự kiến sẽ còn tăng lên **mức 4,0 triệu thùng/ngày**, với khối lượng bảo dưỡng tại Trung Quốc có thể đạt đỉnh 2,0 triệu thùng/ngày*

1. Doanh thu và biên lợi nhuận có dư địa tăng trong ngắn hạn (tiếp)

Biên lợi nhuận phụ thuộc chủ yếu vào crack spread và tỷ trọng sản xuất của BSR (tiếp)

Dự báo diễn biến giá của Wood Mackenzie (trái) và Platts (phải)

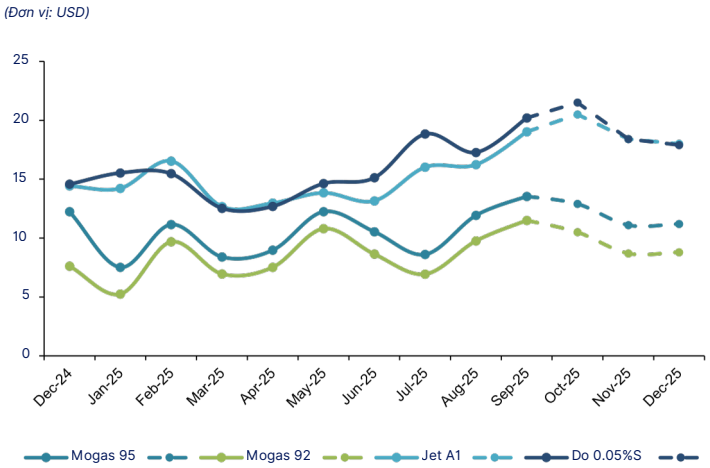


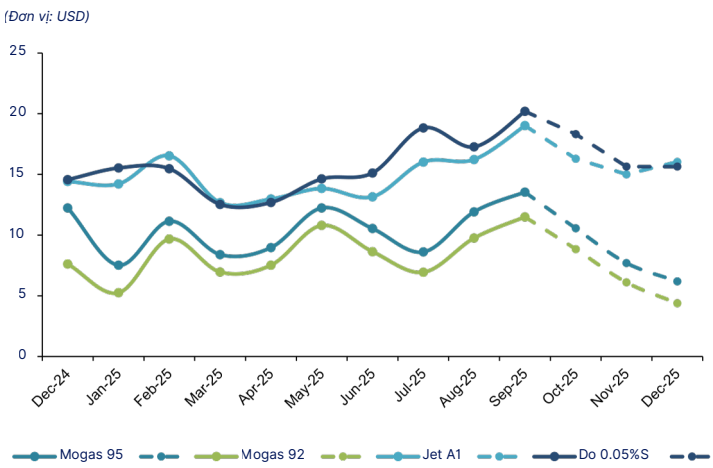


Thị trường dầu thô toàn cầu đang dư cung, khiến giá dầu đầu vào có thể giảm nhẹ, hỗ trợ biên lọc dầu trong ngắn hạn 2025.

Tuy nhiên cung - cầu 2026 được dự báo sẽ dần cân bằng khi nhu cầu nhiên liệu cho cong nghiệp và hàng không ở Châu Á phục hội, biên lợi nhuận lọc dầu có thể thu hẹp do giá dầu thô tăng nhanh hơn giá sản phẩm lọc.

Dự báo diễn biến crack spread của Wood Mackenzie (trái) và Platts (phải)

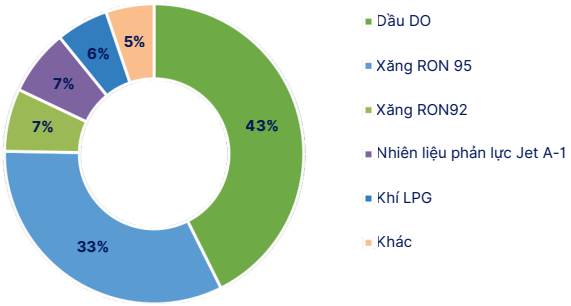




Từ cuối 2025, **crack spread được dự báo giảm nhẹ** do các nhà máy lọc dầu châu Á hoạt động trở lại, OPEC+ tăng sản lượng và nhu cầu vào mùa thấp điểm. Khi crack spread hạ, biên lợi nhuận của BSR cũng có thể thu hẹp theo, nhưng nhìn chung **2025 vẫn là năm thuận lợi cho hoạt động lọc dầu của công ty**.

Sang 2026, thị trường ổn định hơn nhưng kém thuận lợi, khi nguồn cung tăng và nhiều nhà máy mới vận hành, **crack spread có thể giảm về 13–16 USD/thùng**, thấp hơn mức 18–20 USD/thùng của 2025.

Phân loại doanh thu theo sản phẩm 9T2025



BSR chủ động tăng tỷ trọng sản xuất diesel (DO) thay vì xăng 95/92 vì crack spread xăng thấp hoặc âm, giúp tối ưu biên lợi nhuận gộp. Đồng thời, công ty nhập dầu thô từ nhiều nguồn để giảm chi phí đầu vào, tận dụng giá dầu khác nhau và chi phí vận chuyển thấp, từ đó tăng hiệu quả kinh doanh trong giai đoạn crack spread cao.

1. Doanh thu và biên lợi nhuận có dư địa tăng trong ngắn hạn (tiếp)

Biên lợi nhuận gộp cải thiện trong năm 2025 và giảm nhẹ trong 2026

2025

Động lực phục hồi biên lợi nhuận gộp trong năm 2025 dự kiến đến từ:

- *Chi phí sửa chữa lớn giảm:* năm 2024 BSR chịu gánh nặng bảo dưỡng tổng thể, dự phòng giảm giá tồn kho cao, năm 2025 các chi phí này giảm mạnh hỗ trợ lợi nhuận của doanh nghiệp;
- *Crack spread hồi phục:* trong nửa cuối 2025 giá bán sản phẩm cao hơn so với giá dầu thô nhờ (i)nhu cầu tăng ở Bắc Bán Cầu mùa đông; (ii) Nguồn cung gián đoạn từ các nhà máy lọc dầu trong khu vực dẫn tới thiếu hụt nguồn cung trong ngắn hạn.

Năm 2025 sẽ là năm thuận lợi về biên lợi nhuận nhờ tác động từ chi phí giảm và thị trường hỗ trợ giá sản phẩm.

2026

Biên lợi nhuận gộp 2026 dự kiến giảm nhẹ do:

- *Nguồn cung tăng nhanh hơn cầu:* nhiều dự án lọc dầu mới tại Kuwait, Oman, Iraq đi vào vận hành, nâng công suất khu vực thêm 10–20%, gây áp lực dư cung → crack spread chịu rủi ro giảm;
- *Nhu cầu yếu hơn:* Trung Quốc - làn sóng xe điện và xe tiết kiệm nhiên liệu → giảm tiêu thụ xăng dầu (~16% tổng cầu toàn cầu);
- *Premium sản phẩm giảm:* xăng dầu nhập khẩu từ ASEAN (chiếm ~80% nhập khẩu của Việt Nam) không còn chịu thuế nhập khẩu từ 1/1/2024 theo ATIGA, tăng cạnh tranh trong nước; dự báo premium của BSR giảm ~0,5 USD/tấn, trung bình còn ~2,3 USD/tấn.

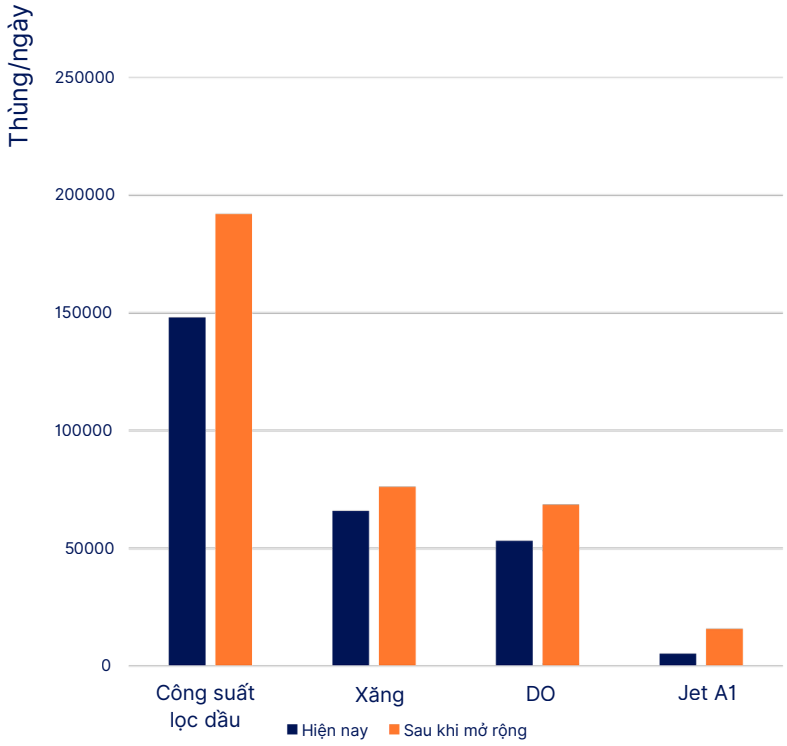
Dù giảm nhẹ, BLNG 2026 vẫn ổn định, nhưng không hưởng lợi lớn như 2025.

2. Dự án nâng cấp NMLD Dung Quất là động lực tăng trưởng dài hạn

Dung Quất có công suất thiết kế khoảng 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, đáp ứng "~30% nhu cầu xăng dầu nội địa" và có khả năng hoạt động ở mức tối ưu (>100%) khi cần.

Nâng cấp giúp tăng công suất, nâng chuẩn sản phẩm và linh hoạt hơn về đầu vào

Công suất dự kiến của BSR sau khi mở rộng



- Tăng công suất 15% (từ ~148k → ~171k thùng/ngày)
- Nâng chuẩn sản phẩm (Euro V) và xử lý dầu thô lưu huỳnh cao cho phép nhà máy tiếp nhận dầu thô đa dạng hơn;

=> chi phí nhập khẩu có thể thấp hơn, biên lợi nhuận có thể cải thiện.

- Thị trường nội địa Việt Nam có nhu cầu xăng dầu ngày càng tăng và việc tự chủ lọc dầu sẽ giảm nhập khẩu sản phẩm tinh chế, cải thiện chuỗi giá trị.
- Cải thiện lợi thế cạnh tranh so với việc nhập khẩu sản phẩm

2. Dự án nâng cấp NMLD Dung Quất là động lực tăng trưởng dài hạn (tiếp)

Lộ trình nâng cấp và mốc thời gian

Dự án dự kiến sử dụng
- 40% vốn chủ;
- 60% vốn vay.

Tháng 10/2025 HĐQT BSR phát hành cổ phiếu trả cổ tức và tăng vốn điều lệ từ nguồn vốn chủ sở hữu.

Sau khi phát hành, vốn điều lệ sẽ nâng lên 50.073 tỷ đồng, góp phần tăng cường nguồn vốn đầu tư cho dự án nâng cấp NMLD Dung Quất

Tác động lên BSR hoạt động kinh doanh trong dài hạn

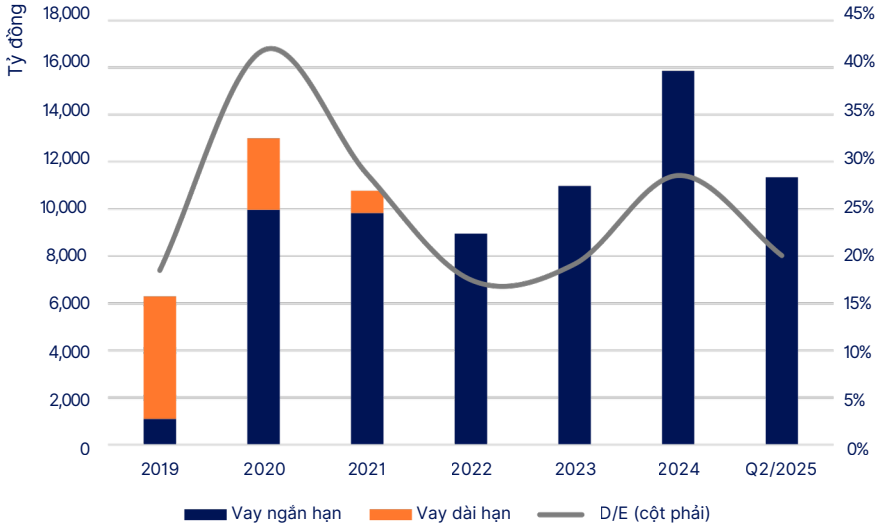
Sản lượng tiêu thụ dài hạn:
- Với công suất tăng 15%, nếu nhà máy vận hành ổn định thì sản lượng đầu ra dự kiến tăng ~15% so với sản lượng hiện tại;
- Nâng cấp nhà máy cũng mở ra khả năng xử lý dầu thô hàm lượng lưu hùng cao và sản phẩm chất lượng cao hơn, hỗ trợ mở rộng thị trường xuất khẩu hoặc thay thế nhập khẩu.

Dự án nâng cấp NMLD Dung Quất dự kiến tăng công suất khoảng 15–17% và nâng tỷ trọng sản phẩm giá trị cao như nhiên liệu máy bay, LPG và hóa dầu. Nếu giá bán trung bình ổn định và không bị chi phí đầu vào bù trừ quá mạnh, doanh thu dài hạn có thể tăng tương đương hoặc vượt mức sản lượng tăng, nhờ sản lượng lớn hơn và sản phẩm chất lượng cao hơn.

Lợi nhuận dài hạn dự kiến cải thiện nhờ 3 yếu tố chính:
- **Chi phí đầu vào thấp hơn:** Nếu được xử lý dầu thô lưu huỳnh rẻ hơn, chi phí bình quân giảm, tăng biên lợi nhuận.
- **Sản phẩm giá trị cao:** Tỷ trọng sản phẩm như Jet A1, LPG và hóa dầu tăng giúp biên lợi nhuận cao hơn.
- **Sản lượng tăng:** Sản xuất nhiều hơn giúp tận dụng hiệu quả công suất và chi phí cố định.

2. Cơ cấu tài chính lành mạnh

Cơ cấu tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ vay thấp



BSR sở hữu cơ cấu tài chính rất lành mạnh và dòng tiền ổn định, tạo nền tảng vững chắc cho các dự án mở rộng trong tương lai:

- Q2/2025, BSR không ghi nhận nợ đáo hạn cùng với lượng tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn đạt trên 41 nghìn tỷ đồng, chiếm gần 50% tổng tài sản

=> mức thanh khoản cao và khả năng đáp ứng nhu cầu vốn ngắn hạn hiệu quả

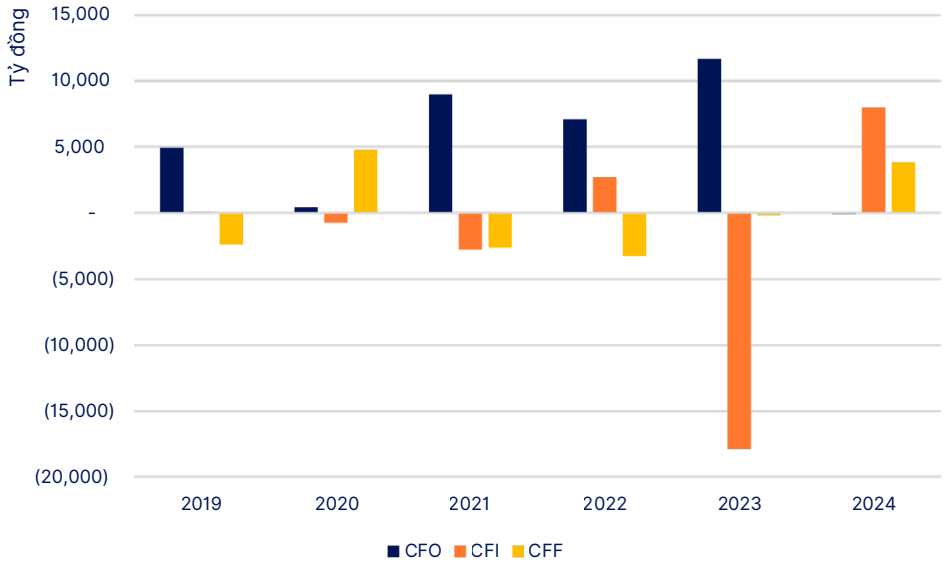
- Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu (D/E) duy trì ở mức thấp, dao động quanh 20–30% trong những năm gần đây

=> cơ cấu vốn an toàn và dư địa tài chính còn lớn để vay thêm nếu cần

- Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) luôn ổn định dương, đủ để bù đắp cho chi tiêu đầu tư (CFI) trong các năm có dự án nâng cấp lớn;
- Dòng tiền từ tài chính (CFF) biến động chủ yếu do phát hành cổ phiếu, chi trả nợ hoặc cổ tức.

=> đảm bảo rằng các dự án đầu tư như Nâng cấp – Mở rộng NMLD Dung Quất không làm gián đoạn hoạt động kinh doanh, đồng thời duy trì khả năng chi trả cổ tức đều đặn ở mức 6–8%/năm

Lưu chuyển dòng tiền của BSR



V. RỦI RO

Rủi ro thị trường và giá dầu :

Giá dầu thô chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí đầu vào của BSR. Biến động giá dầu quốc tế sẽ trực tiếp ảnh hưởng đến biên lợi nhuận. Giá dầu tăng quá cao có thể làm tăng giá vốn sản phẩm, trong khi giá dầu giảm mạnh có thể giảm doanh thu nếu sản phẩm xuất khẩu bị ép giá.

- Crack spread là yếu tố then chốt quyết định biên lợi nhuận. Nếu nhu cầu yếu hoặc nguồn cung khu vực (Singapore, Trung Quốc) tăng nhanh → crack spread giảm mạnh, biên lợi nhuận BSR sẽ bị thu hẹp.
- Trường hợp giá dầu tăng nhanh mà chưa kịp điều chỉnh giá bán sản phẩm → chi phí đầu vào cao hơn, ảnh hưởng lợi nhuận ngắn hạn.
- BSR nhập khẩu nguyên liệu bằng USD, trong khi phần doanh thu nội địa tính theo VND → biến động tỷ giá USD/VND bất lợi sẽ làm tăng chi phí.

Rủi ro chậm tiến độ và đội vốn đầu tư:

Các khâu **EPC, đấu thầu, giải ngân vốn ODA và hợp đồng với nhà thầu quốc tế** có thể gặp **trì hoãn** → làm chậm thời điểm tăng công suất thực tế.

Hiện tại, tiến độ nâng cấp đã gặp khó ngay từ những gói thầu đầu tiên.

- Gói thầu thi công san lấp mặt bằng, BSR đã phát hành hồ sơ mời thầu và tổ chức đóng thầu ba lần nhưng vẫn không có nhà thầu nào tham dự.

=> Nguyên nhân do nguồn vật liệu san lấp khi thủ tục cấp phép khai thác các mỏ cung cấp vật liệu chưa hoàn tất. Hiện tại, BSR buộc phải kiến nghị UBND tỉnh hỗ trợ trong việc chỉ định mỏ và đẩy nhanh quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý để tháo gỡ điểm nghẽn này.

Biến động chi phí vật liệu, lãi suất vay, chi phí nhân công hoặc thay đổi thiết kế kỹ thuật có thể làm đội vốn, ảnh hưởng dòng tiền và hiệu quả đầu tư.

Rủi ro vận hành & kỹ thuật

- NMLD Dung Quất là nhà máy phức tạp với hơn 20 phân xưởng công nghệ. **Sự cố kỹ thuật (rò rỉ, cháy nổ, hỏng thiết bị)** có thể khiến nhà máy phải dừng hoạt động dài ngày, ảnh hưởng nặng đến sản lượng và chi phí sửa chữa.
- Nhà máy ban đầu thiết kế cho dầu ngọt nhẹ, nhưng hiện BSR đang đa dạng hóa nguồn dầu nặng hơn để tiết kiệm chi phí. Nếu **pha trộn không tối ưu → giảm hiệu suất lọc, tăng chi phí bảo trì.**

Rủi ro quản trị, pháp lý & chính sách

- Giá bán chịu sự điều tiết của Nhà nước. Nếu chính phủ siết biên lợi nhuận để bình ổn giá nhiên liệu, BSR có thể bị giảm lợi nhuận.

VI. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2025

Năm 2025, BSR đặt kế hoạch tổng doanh thu 114.654 tỷ (-6,81% YoY) và lợi nhuận sau thuế 752 tỷ VNĐ (+27,22% YoY)
tỷ VND (-29,6% YoY) và lợi nhuận trước thuế 6.643 tỷ VND (-49,6% YoY).
Theo kết quả kinh doanh bán niên, doanh thu thuần ghi nhận 103.956 tỷ VNĐ (+19,4% YoY) hoàn thành 91% kế hoạch. Lợi nhuận sau thuế đạt 2.155 tỷ VND (+219,5% YoY) đatk 287% kế hoạch lợi nhuận 2025.

- Trong năm 2025, **thị trường dầu toàn cầu** ghi nhận tình trạng **nguồn cung vượt cầu**, qua đó giúp **giảm chi phí nguyên liệu đầu vào** cho BSR.
- Sau khi hoàn thành đợt bảo dưỡng tổng thể lần thứ 5 (TA5), NMLD Dung Quất vận hành ổn định với **hiệu suất đạt khoảng 120% công suất thiết kế**, góp phần **gia tăng sản lượng sản xuất và tiêu thụ**, từ đó **cải thiện doanh thu** so với cùng kỳ năm trước.
- Lợi nhuận gộp được hỗ trợ tích cực bởi **xu hướng tăng của crack spread dầu DO** trong nửa cuối năm 2025, xuất phát từ **tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong khu vực** do nhiều nhà máy lọc dầu trong châu Á bước vào giai đoạn bảo dưỡng lớn hoặc tạm ngừng hoạt động.
- Bên cạnh đó, **chi phí bảo dưỡng và sửa chữa của BSR trong năm 2025 giảm đáng kể so với năm 2024**, khi các hoạt động bảo dưỡng tổng thể đã được hoàn tất, qua đó đóng góp thêm vào cải thiện lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

Năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt 133 .557 tỷ VND (+8,6% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 3.937 tỷ VND (+556% YoY).

tỷ VND	**9T2025**	**%YoY**	**2025F**	**%YoY**
Doanh thu thuần	**103.956,8**	***19%***	**133.577,1**	***8,6%***
DO	44.243,8	*26%*	55.155,8	*10,7%*
Xăng RON95	34.093,8	*29%*	38.401,5	*2,0%*
Xăng RON92	7.024,0	*-24%*	15.702,3	*26,6%*
Jet A1	7.369,6	*-1%*	9.533,0	*-1,0%*
Khác	11.225,6	*25%*	14.784,6	*9,4%*
Lợi nhuận gộp	**2.407,7**	***747%***	**5.190,9**	***957%***
Biên lợi nhuận gộp	*2,3%*		*3,9%*	
Doanh thu tài chính	1.462,8	*-20%*	1.193,2	*-47%*
Chi phí tài chính	(388,4)	*-25%*	(629,4)	*-21%*
SG&A	(1.002,5)	*22%*	(1.318,5)	*109%*
Lợi nhuận trước thuế	**2.503,8**	***220%***	**4.480,6**	***508%***
Thuế thu nhập DN	349,1	*256%*	544,1	*275%*
Lợi nhuận sau thuế	**2.154,7**	***219%***	**3.936,6**	***556%***
Biên lợi nhuận ròng	*2,1%*		*2,9%*	
EPS (VND/cp)	694		1.269,7	

VII. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu BSR, SHS sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu BSR là: 17.870VND/cổ phiếu, +10,3% so với giá 16.200 VND/cổ phiếu vào ngày 15/11/2025.

Các giả định

Chỉ tiêu	Lợi suất
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,16
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%
Chi phí sử dụng VCSH	13,69%
Chi phí sử dụng vốn vay	2,14%
Thuế suất	14,12%
WACC	11,27%
Tăng trưởng dài hạn	2%

Kết quả định giá

FCFF	Giá trị (tỷ VND)
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền	62.072,5
(-) Nợ ngắn và dài hạn	15.856,5
(+) Tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn	43.017,3
(-) Lợi ích cổ đông không kiểm soát	(266,7)
Giá trị vốn chủ sở hữu	89.499,9
Số lượng cổ phiếu lưu hành	5.007.300
Giá mục tiêu (VND/cp)	**17.870**

PHỤ LỤC 1

Bảng cân đối kế toán				
Tỷ VND	**2023**	**2024**	**2025F**	**2026F**
Tài sản ngắn hạn	**68.680,5**	**71.515,5**	**77.095,7**	**90.314,6**
Tiền và tương đương tiền	17.000,6	28.995,0	34.717,4	44.372,6
Đầu tư ngắn hạn	21.121,7	14.022,3	13.702,3	13.555,6
Các khoản phải thu	14.954,7	12.456,9	13.435,2	15.028,8
Hàng tồn kho	15.530,9	15.891,0	15.141,0	17.235,4
Tài sản khác	72,7	150,5	99,9	122,1
Tài sản dài hạn	**17.914,2**	**16.871,4**	**17.344,5**	**17.032,6**
Phải thu dài hạn	548,6	548,7	506,6	593,3
Tài sản cố định	16.071,4	13.215,7	13.680,1	13.108,0
Đầu tư dài hạn	9,8	9,5	9,5	9,5
Tài sản khác	1.284,3	3.097,5	3.148,3	3.321,7
Tổng tài sản	**86.594,7**	**88.386,9**	**94.440,3**	**107.347,2**
Nợ ngắn hạn	**28.442,1**	**31.984,1**	**27.383,9**	**32.560,4**
Phải trả ngắn hạn	14.616,1	14.473,5	13.802,4	15.865,9
Người mua trả tiền trước	246,8	24,6	96,0	131,1
Vay nợ ngắn hạn	10.970,3	15.856,5	11.485,5	14.276,4
Nợ khác	2.608,9	1.629,6	2.000,0	2.287,0
Nợ dài hạn	**883,9**	**864,8**	**(873,8)**	**(941,3)**
Vốn chủ sở hữu	**57.268,7**	**55.538,0**	**67.930,2**	**75.728,1**
Vốn góp	31.005,0	31.005,0	31.005,0	31.005,0
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	16.340,2	11.826,1	16.029,4	19.700,8
Vốn khác	10.048,1	12.674,6	20.961,0	25.074,7
Lợi ích cổ đông thiểu số	(124,6)	32,3	(65,2)	(52,4)
Tổng nguồn vốn	**86.594,7**	**88.386,9**	**94.440,3**	**107.347,2**

Báo cáo kết quả kinh doanh				
Tỷ VND	**2023**	**2024**	**2025F**	**2026F**
Doanh thu thuần	**147.423**	**123.027**	**133.577**	**148.666**
Giá vốn bán hàng	**(137.664)**	**(122.536)**	**(128.386)**	**(143.456)**
Lợi nhuận gộp	**9.760**	**491**	**5.191**	**5.210**
Doanh thu tài chính	2.652	2.230	1.193	1.095
Chi phí tài chính	(1.155)	(800)	(629)	(613)
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh	-	-	-	-
Chi phí hoạt động	(1.656)	(1.213)	(1.319)	(1.724)
Thu nhập khác, ròng	38	28	44	40
Lợi nhuận trước thuế	**9.639**	**736**	**4.481**	**4.009**
Thuế TNDN	**(1.047)**	**(145)**	**(544)**	**(570)**
Lợi nhuận sau thuế	**8.593**	**591**	**3.937**	**3.439**

Các chỉ số tài chính				
Tỷ VND	**2023**	**2024**	**2025F**	**2026F**
Chỉ số định giá				
SLCP lưu hành (triệu CP)	3.100.500	3.100.500	5.007.300	5.007.300
EPS (VND)	2771,4	190,6	1269,7	1109,0
Chỉ số sinh lời				
Biên LN gộp	6,6%	0,4%	3,9%	3,5%
Biên LN ròng	5,8%	0,5%	2,9%	2,3%
ROE	25,0%	1,3%	7,3%	6,1%
ROA	14,0%	0,8%	4,8%	3,9%
Chỉ số đòn bẩy				
Tỷ số nợ vay/tổng tài sản	0,44	0,35	0,34	0,37
Tỷ số nợ vay/VCSH	0,78	0,53	0,51	0,59
Hệ số TT hiện hành	1,65	2,25	2,41	2,24
Hệ số TT nhanh	1,27	1,60	1,87	1,73

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các qui định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Số 43 Lý Thường Kiệt, Phường Cửa Nam, Thành phố Hà Nội
Tel: 1900 638 588
Fax: 84.24.38181688
Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, Cao ốc Sài Gòn Metropolitan, 235 Đồng Khởi, Phường Bến Nghé, Quận 1, TP HCM
Tel: 84.28.39151368
Fax: 84.28.39151369
Email: contact-hcm@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, Số 03 Lê Đình Lý, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Thành phố Đà Nẵng
Tel: 84.236.3525777
Fax: 84.236.3525779
Email: contact-dn@shs.com.vn

SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)

Website: shs.com.vn

Tel: 1900 63 8588

Email: hotrokhachhang@shs.com.vn

GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SH Smart

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: shsmart.shs.com.vn