

Vài nét về doanh nghiệp

BSR là đơn vị quản lý vận hành Nhà máy lọc dầu Dung Quất, là công trình trọng điểm quốc gia có tổng vốn đầu tư trên 3 tỷ USD, công suất chế biến 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, tương đương 148.000 thùng/ngày, công ty hiện chiếm khoảng 30% nhu cầu năng lượng của Việt Nam.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu	25.642
Tiềm năng tăng giá	15%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Xăng dầu
Thị giá (21/01/2026)	22.200
Biến động 1 năm	9,0 – 22,2
KLGD bình quân 52T	8.225.818
Vốn hóa (Tỷ đồng)	111.162
P/B	1,12
%NN sở hữu	1,4%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
BSR	30%	30%	59%
VNindex	11%	16%	51%

Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	0%
-----------------------------	----

Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Mộng Thy

phmthy@vcbs.com.vn +84-2838208117 ext 640

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

TỪ PHỤC HỒI ĐẾN TĂNG TỐC

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** BSR với giá mục tiêu **25.642 đồng/cp** (+ 15% so với giá đóng cửa ngày 21.01.2026). Giá mục tiêu được điều chỉnh tăng nhờ kỳ vọng cải thiện crack spread sản phẩm lọc dầu, qua đó củng cố nguồn lực tài chính và đảm bảo nguồn cung dầu cho các dự án trong tương lai.

CẬP NHẬT KQKD sơ bộ 2025

BSR công bố KQKD sơ bộ năm 2025 đạt 142,3 nghìn tỷ đồng (+16% YoY) và LNTT đạt 4,5 nghìn tỷ đồng (gấp 6,2 lần YoY). Đà phục hồi chủ yếu được thúc đẩy bởi sự cải thiện mạnh mẽ của sản lượng bán và crack spread. Sản lượng năm 2025 đạt 7,9 triệu tấn (+20% YoY). Trung bình từ đầu năm 2025 đến nay, crack spread xăng Singapore đạt 11,2 USD/thùng (+9% YoY) và crack spread dầu diesel đạt 18,6 USD/thùng (+25% YoY). Trong quý 4, BSR đã ghi nhận doanh thu sơ bộ đạt 38,3 nghìn tỷ đồng (+7% YoY) và LNTT đạt 2,0 nghìn tỷ đồng (trái với khoản lỗ 46 tỷ đồng ghi nhận trong quý 4/2024. Nguyên nhân của sự đảo chiều tích cực này chủ yếu xuất phát từ (1) mức tăng 12% YoY của sản lượng, cùng với (2) sự mở rộng mạnh mẽ của crack spread, với crack spread dầu diesel đạt 24,5 USD/thùng (+75% YoY) và crack spread xăng đạt 15,1 USD/thùng (+85% YoY).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Sản lượng được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng nhờ NMLD Dung Quất vận hành vượt công suất sau bảo dưỡng, trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước tiếp tục mở rộng.

Crack spread tại châu Á được kỳ vọng tiếp tục phục hồi trong năm 2026 nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng và bất ổn địa chính trị làm gián đoạn nguồn cung sản phẩm xăng dầu, nhưng dư địa cải thiện sẽ chậm lại do áp lực nguồn cung toàn cầu gia tăng.

Chúng tôi kỳ vọng PVN xem xét thoái vốn tại BSR để đáp ứng quy định Luật nhằm giải quyết rủi ro bị hủy niêm yết.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tiếp tục tăng trưởng cùng với dự án NCMR NMLD Dung Quất sẽ là động lực tăng trưởng cho BSR trong dài hạn.

Khởi động lại nhà máy sản xuất Ethanol. BSR có tiềm năng được hưởng lợi từ xu hướng chuyển đổi sang xăng sinh học bắt buộc.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025F	2026F
Doanh thu	123.027	142.300	147.058
LNST	585	3.600	4.442
Tăng trưởng DT	-17%	16%	3%
Tăng trưởng LNST	-93%	515%	23%
Nợ/TTS (%)	18%	19%	21%
TS LN gộp (%)	0%	3,5%	4%
ROE – TTM (%)	1,1%	6,3%	7,4%
EPS - TTM (đồng)	202	729	897

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Sản lượng được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng nhờ NMLD Dung Quất vận hành vượt công suất sau bảo dưỡng, trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước tiếp tục mở rộng.

Crack spread tại châu Á được kỳ vọng tiếp tục phục hồi trong năm 2026 nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng và bất ổn địa chính trị làm gián đoạn nguồn cung sản phẩm xăng dầu, nhưng dư địa cải thiện sẽ chậm lại do áp lực nguồn cung toàn cầu gia tăng.

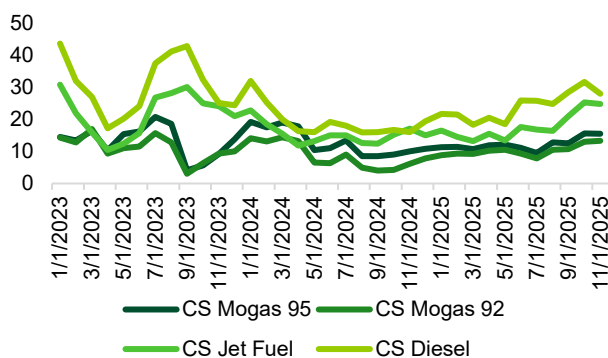
Sau khi hoàn thành bảo dưỡng định kỳ, **NMLD Dung Quất đã nâng công suất lên 118% CSTK** để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước đang trên **đà tăng trưởng**.

Với mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2026 từ 10% trở lên, các phân khúc vận tải, logistics và dịch vụ dự kiến vẫn là động lực chính cho tiêu thụ xăng dầu. Triển khai nhiệm vụ năm 2026, Bộ Công Thương đã phân giao tổng nguồn xăng dầu tối thiểu gần 31,8 triệu m³/tấn, bình quân 2,65 triệu m³/tấn/tháng, tăng 10% YoY.

Mặc dù giá dầu thô được dự báo tiếp tục suy giảm trong năm 2026, qua đó tạo áp lực giảm giá đối với xăng dầu, nhưng tác động này phần nào được bù đắp bởi căng thẳng địa chính trị, những cuộc tấn công vào hạ tầng năng lượng Nga khiến thị trường sản phẩm, đặc biệt là dầu diesel, ngày càng căng thẳng. Điều này góp phần hỗ trợ đà phục hồi của crack spread sản phẩm xăng dầu. **Chúng tôi kỳ vọng crack spread tại khu vực châu Á sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2026**. Tuy nhiên, dư địa tăng trưởng crack spread sẽ bị hạn chế bởi áp lực nguồn cung toàn cầu.

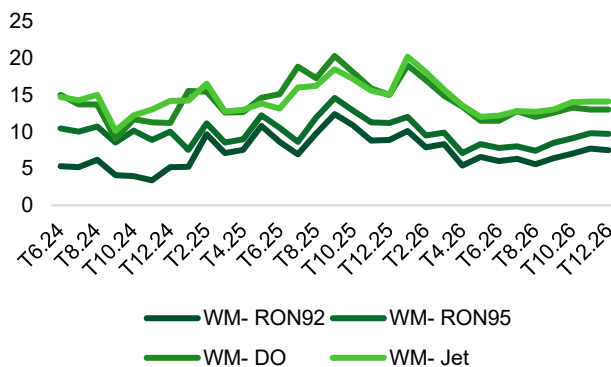
Nhìn chung trong cả năm 2026, biên lợi nhuận lọc dầu toàn cầu được dự báo tăng nhưng sẽ chậm lại do tiếp tục chịu sức ép từ (1) Tăng trưởng nhu cầu nhiên liệu chậm lại dưới tác động của chính sách thuế quan từ chính quyền Mỹ; (2) Giá dầu thô duy trì xu hướng giảm và (3) Công suất lọc dầu toàn cầu năm 2026 nhìn chung dự kiến tăng, nhờ các dự án mới, chủ yếu tập trung ở các nước đang phát triển (châu Á, Trung Đông, châu Phi), nhưng lại giảm ở Mỹ do đóng cửa của 02 nhà máy lọc dầu Wilmington và Benicia vào năm 2026.

Hình 1: Diễn biến Cracksread Platts Singapore - Brent



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Hình 2: Dự báo crack spread



Nguồn: WM, Platts, VCBS tổng hợp

Chúng tôi kỳ vọng PVN xem xét thoái vốn tại BSR để đáp ứng quy định Luật

Để giải quyết rủi ro bị hủy niêm yết theo Luật Chứng khoán sửa đổi, chúng tôi kỳ vọng PVN sẽ thoái vốn một phần (PVN hiện nắm giữ 92,13%). BSR cũng đang chủ động tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược, ưu tiên khu vực Trung Đông nhằm hỗ trợ vốn và nguồn cung dầu cho các dự án tương lai.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tiếp tục tăng trưởng cùng với dự án NCMR NMLD Dung Quất sẽ là động lực tăng trưởng cho BSR trong dài hạn.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tiếp tục tăng, được thúc đẩy bởi xu hướng chuyển dịch từ xe máy sang ô tô – phương tiện tiêu thụ nhiên liệu cao hơn. Số lượng ô tô và xe máy dự báo tăng trưởng với CAGR lần lượt 18% và 6% trong giai đoạn 2023-2028. Bên cạnh đó, sự mở rộng sản xuất công nghiệp cũng góp phần gia tăng nhu cầu dầu nhiên liệu và dầu diesel trong vận tải và máy móc.

Các dự án chiến lược của BSR, bao gồm dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu, dự kiến được đưa vào vận hành vào Quý 3 năm 2028. **Sau khi hoàn thành và đưa dự án vào hoạt**

động, NMLD Dung Quất sẽ giúp nâng công suất chế biến dầu thô thêm 15% so với hiện tại.

Tiến độ dự án:

BSR đã phê duyệt thiết kế kỹ thuật tổng thể điều chỉnh (“FEED”) và dự toán xây dựng công trình (QĐ 2825/QĐ-BSR ngày 15/7/2025).

BSR đã phê duyệt Hồ sơ mời thầu EPC ngày 02/9/2025 và phát hành Hồ sơ mời thầu ngày 03/09/2025 trên Hệ thống mạng đấu thầu quốc gia. Thời gian đóng/mở thầu dự kiến vào 03/12/2025.

BSR đang tập trung mọi nguồn lực để triển khai công tác lựa chọn nhà thầu gói thầu “Thi công San lấp mặt bằng” và “Tư vấn giám sát thi công xây dựng hạng mục San lấp mặt bằng”. Dự kiến đầu năm 2026 sẽ tiến hành thi công.

Khởi động lại nhà máy sản xuất Ethanol

Sau giai đoạn thí điểm 5 tháng, xăng E10 đang được mở rộng phân phối, hướng tới triển khai trên toàn quốc và thay thế hoàn toàn xăng khoáng từ 1/6/2026.

Động thái này dự kiến đẩy nhu cầu ethanol nội địa lên 1,2–1,5 triệu m³/năm, cao gấp hơn 2 lần tổng công suất hiện hữu. Trong bối cảnh nguồn cung trong nước mới chỉ đáp ứng khoảng 40% và giá ethanol nhập khẩu biến động, việc tái vận hành các nhà máy ethanol trở nên cấp thiết. Theo đó, BSR có tiềm năng hưởng lợi thông qua công ty liên kết sở hữu Nhà máy Nhiên liệu Sinh học Dung Quất, dự kiến vận hành trở lại từ tháng 11/2025 với công suất thiết kế 100 triệu lít/năm, hưởng lợi trực tiếp từ lộ trình chuyển đổi bắt buộc sang xăng sinh học.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **25.642 đồng/cp** dựa trên 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/E với tỷ trọng 65/35.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Thị trường dầu mỏ biến động và rủi ro bị giảm giá hàng tồn kho khi giá dầu đột ngột giảm mạnh

Giá dầu thô được tính dựa trên giá Brent + premium + các chi phí khác. BSR mua dầu thô trong nước (Bạch Hổ, Đại Hùng, Rạng Đông, Hải Thạch, Ruby, Chim Sáo, Sư Tử Đen) và nhập khẩu (Bu Attifel, Rabi, Azeri, WTI...) với tổng sản lượng 7,2-7,5 triệu tấn/năm. Hiện BSR đàm phán hợp đồng mua dầu nhập khẩu dài hạn (3-5 năm) nhằm đảm bảo nguồn cung cho NMLD Dung Quất. Tuy nhiên, việc gia tăng nhập khẩu khiến BSR đối mặt rủi ro tỷ giá, trong khi doanh nghiệp bị hạn chế sử dụng công cụ hedging do chịu sự chi phối của nhà nước.

Đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt với các loại xăng dầu nhập khẩu

Theo Nghị định số 156/2017/NĐ-CP, thuế nhập khẩu xăng khu vực Thương mại Tự do Asean (AFTA) sẽ được giảm xuống còn 5% trong 2023, và 0% trong 2024. Việc giảm thuế suất nhập khẩu sẽ khiến cho BSR trong các năm tới sẽ không còn duy trì được lợi thế giá thấp khi cạnh tranh với các mặt hàng xăng nhập khẩu.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2022	2023	2024F	2025F	2026F	Cân đối kế toán	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	167.124	147.423	123.027	142.300	147.058	Tài sản					
- Giá vốn hàng bán	151.027	137.815	122.591	137.462	141.394	+ Tiền	22.853	17.001	28.995	33.064	39.808
Lợi nhuận gộp	16.096	9.608	436	4.838	5.664	+ ĐTTT ngắn hạn	2.172	21.122	14.022	14.022	14.022
- Chi phí bán hàng	909	1.034	652	996	955	+ Phải thu	16.553	14.955	12.523	15.616	16.128
- Chi phí quản lí DN	515	626	562	650	672	+ Hàng tồn kho	16.809	15.531	15.891	15.303	16.763
Lợi nhuận HĐKD	15.500	9.454	652	4.516	5.254	+ Khác	84	73	201	222	228
- (Lỗ) / Lợi tỷ giá	-	-	-	-	-	Tài sản ngắn hạn	58.471	68.681	71.632	78.227	86.950
- Lợi nhuận khác	86	32	28	28	28	+ Phải thu dài hạn	534	549	549	549	549
EBIT	15.839	9.773	941	5.043	5.853	+ Tài sản cố định	19.350	17.267	14.568	12.502	10.447
- Chi phí lãi vay	253	288	261	555	627	+ Khấu hao lũy kế	(30.318)	(32.581)	(34.050)	(36.223)	(38.404)
LNTT	15.586	9.486	680	4.488	5.226	+ ĐTTT dài hạn	10	10	10	10	10
- Thuế TNDN	916	1.031	95	898	784	+ Khác	123	89	1.688	1.688	1.688
LNST	14.669	8.455	585	3.600	4.442	Tài sản dài hạn	20.017	17.914	16.814	14.748	12.693
- Lợi ích CĐTS	(56)	(57)	(40)	(50)	(52)	Tổng Tài sản	78.488	86.595	88.446	92.976	99,643
LNST CĐ CT Mẹ	14.726	8.511	625	3.650	4.494						
EPS (đ)	4.750	2.745	202	729	897	Nợ & VCSH					
EBITDA	18.031	12.044	3.162	7.216	8.034	+ Phải trả (ngắn)	16.957	17.358	16.001	16.574	17,523
Tăng trưởng	2022	2023	2024F	2025F	2026F	+ Vay ngắn hạn	8.954	10.970	15.857	17.907	20,868
Doanh thu	65%	-12%	-17%	16%	3%	+ Khác	104	114	192	182	225
LN HĐKD	124%	-39%	-93%	592%	16%	Nợ ngắn hạn	26.015	28.442	32.049	34.663	38,615
LN Hợp nhất	125%	-39%	-93%	560%	16%	+ Vay dài hạn	-	-	-	-	-
LNST	119%	-42%	-93%	515%	23%	+ Phải trả dài hạn	-	-	-	-	-
EBIT	116%	-38%	-90%	436%	16%	Nợ dài hạn	1.282	884	865	865	865
EPS	129%	-42%	-93%	261%	23%	Tổng nợ	27.298	29.326	32.914	35.528	39,480
Tổng tài sản	18%	10%	2%	5%	7%	+ Vốn điều lệ	-	-	-	-	-
Nợ vay	-7%	7%	12%	8%	11%	+ Cổ phiếu ưu đãi	-	1	2	3	4
VCSH	0%	0%	0%	61%	0%	+ Thặng dư	-	-	-	-	-
Khả năng sinh lời	2022	2023	2024F	2025F	2026F	+ LN giữ lại	-	-	-	-	-
Tỷ suất LNG	10%	7%	0%	3%	4%	+ Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-
Tỷ suất LNST	9%	6%	0%	3%	3%	Vốn chủ sở hữu	51.255	57.393	55.500	57.465	60,232
ROE DuPont	8%	12%	12%	10%	12%	Tổng nguồn vốn	78.488	86.595	88.446	92.976	99,643
ROA DuPont	19%	10%	1%	4%	4%						
Tỷ suất EBIT	9%	7%	1%	4%	4%	Lưu chuyển tiền	2022	2023	2024F	2025F	2026F
LNTT / LNST	106%	112%	116%	125%	118%	Tiền đầu năm	16.346	22.853	17.001	28.995	33.064
LNTT / EBIT	98%	97%	72%	89%	89%	LNST	15.586	9.639	680	3.650	4.494
Vòng quay TTS	213%	170%	139%	153%	148%	+ Khấu hao lũy kế	2.192	2.270	2.221	2.173	2.181
Đòn bẩy tài chính	35%	34%	37%	38%	40%	+ Điều chỉnh	(2.236)	(4.048)	(2.799)	(263)	(240)
ROIC	24.4%	12.4%	0.8%	4.8%	5.5%	+ Thay đổi VLD	(8.454)	3.812	(197)	(1.931)	(1.024)
Hiệu quả hoạt động	2022	2023	2024F	2025F	2026F	Tiền từ HĐKD	7.088	11.673	(95)	3.628	5.411
Số ngày tồn kho	40,6	41,1	47,3	40,6	43,3	+ Thanh lý TSCĐ	0	1	2	-	-
Số ngày phải thu	37,3	38,4	38,8	41,5	41,4	+ Mua sắm TSCĐ	(220)	(230)	(521)	(107)	(126)
Số ngày phải trả	37,0	43,0	47,5	42,5	43,5	+ Đầu tư ròng	2.017	(18.949)	7.099	-	-
Luân chuyển tiền	67,6	68,6	69,6	70,6	71,6	+ Khác	897	1.303	1.410	-	-
COGS/Hàng tồn kho	9,0	8,9	7,7	9,0	8,4	Tiền từ HĐĐT	2.695	(17.874)	7.990	(107)	(126)
An toàn tài chính	2022	2023	2024F	2025F	2026F	+ Cổ tức đã trả	(1.347)	(2.166)	(2.166)	(1.502)	(1.502)
TT hiện hành	2,2	2,4	2,2	2,3	2,3	+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-	-
TT nhanh	1,6	1,9	1,7	1,8	1,8	+ Nợ ngắn hạn	-	-	-	2.051	2.961
TT tiền mặt	1,0	1,3	1,3	1,4	1,4	+ Nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ / Tài sản	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	+ Khác	(1.918)	1.989	6.013	-	-
Nợ / Vốn sử dụng	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	Tiền từ HĐTC	(3.265)	(177)	3.848	548	1.459
Nợ / Vốn CSH	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	Lưu chuyển tiền	6.518	(6.377)	11.742	4.069	6.744
Khả năng TT lãi vay	62,7	34,0	3,6	9,1	9,3	Tiền cuối năm	22.853	17.001	28.995	33.064	39.808

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

lhathi@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Mộng Thy

Chuyên viên Phân tích

phmthy@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>