

CTCP LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN (HSX: BSR)

Ngành

DẦU KHÍ

LỢI NHUẬN BÚT PHÁ TỪ MỨC NỀN THẤP

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu

20,800

Giá hiện tại

16,300

Thay đổi

+28%

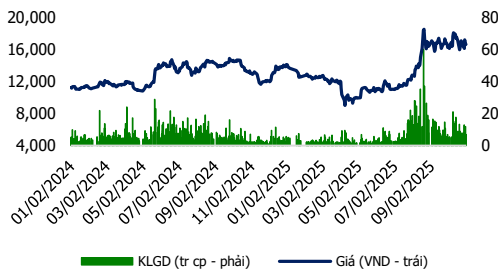
Ngày

05/11/2025

Một số chỉ tiêu chính

	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VNĐ)	123,027	144,907
LN gộp (tỷ VNĐ)	491	3,301
EBIT (tỷ VNĐ)	6,320	9,406
LN ròng (tỷ VNĐ)	591	3,045
Tăng trưởng LNR (%)	-93%	415%
EPS (VNĐ)	204	618
Tăng trưởng EPS (%)	-93%	203%
BVPS (VNĐ)	17,923	11,706
ROE (%)	1.0%	5%
ROA (%)	0.7%	3.4%

Diễn biến giá cổ phiếu



Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Công Nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam	92.13%
---	--------

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thu Trang

trangntt@psi.vn

Lợi nhuận đảo chiều nhờ biên lợi nhuận lọc dầu (Crack spread) tăng mạnh: Doanh thu thuần Q3/2025 đạt 35,290 tỷ đồng (+10.5 YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 13% YoY. Đáng chú ý, crack spread các sản phẩm chủ lực tăng mạnh, gồm dầu Diesel (+35% YoY), xăng RON 95 (+11% YoY) và xăng RON 92 (+20% YoY) hỗ trợ biên gộp cải thiện từ mức -5% cùng kỳ lên 3%. Nhờ vậy, công ty ghi nhận lợi nhuận sau thuế đạt 909 tỷ đồng, đảo chiều từ mức lỗ 1,209 tỷ đồng trong Q3/2024. Giai đoạn cuối năm, crack spread được dự báo duy trì ở mức nền cao, tiếp tục tạo động lực cho biên lợi nhuận gộp cải thiện.

Hưởng lợi từ lộ trình chuyển đổi xăng E10. Theo đề xuất của Bộ Công Thương, toàn bộ xăng thương mại trên thị trường sẽ phải chuyển sang xăng sinh học E10 (chứa 10% ethanol) từ ngày 01/01/2026, đẩy nhu cầu ethanol toàn quốc lên 1.2–1.5 triệu m³/năm. Nhằm thực hiện lộ trình trên, nhà máy Nhiên liệu sinh học Dung Quất (BSR nắm 65.54% vốn) dự kiến tái vận hành vào tháng 11/2025. Với công suất 100,000 m³/năm, BSR kỳ vọng hưởng lợi nhờ đầu ra được bảo đảm khi nguồn cung ethanol trong nước hiện mới đáp ứng được 40% nhu cầu. Cuối tháng 08/2025, BSR và PVOIL xuất bán lô xăng E10 RON95 đầu tiên tại Quảng Ngãi, đánh dấu bước khởi đầu trong chiến lược mở rộng tại thị trường miền Trung.

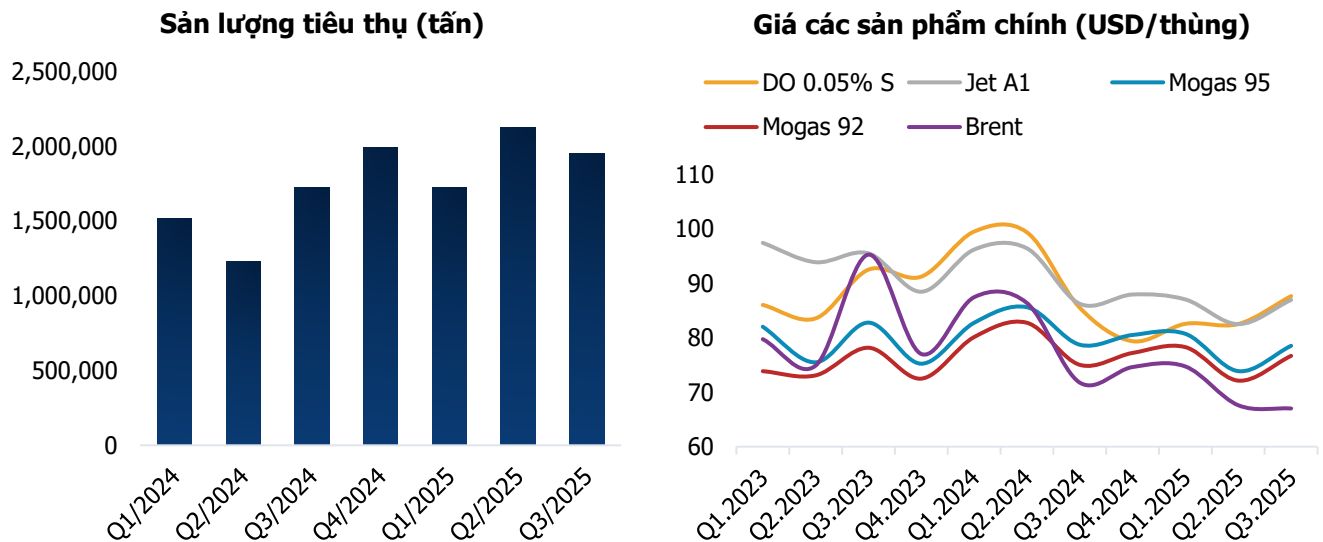
Đảm bảo tài chính cho Dự án NCMR nhà máy lọc dầu Dung Quất sau tăng vốn điều lệ lên 50,000 tỷ đồng. BSR đã hoàn tất đợt phát hành cổ phiếu tỷ lệ 61.5% từ nguồn vốn chủ sở hữu. Sau khi phát hành, vốn điều lệ của công ty tăng từ 31,000 tỷ đồng lên hơn 50,000 tỷ đồng, đưa BSR vào top 23 doanh nghiệp có vốn hoá lớn nhất thị trường chứng khoán Việt Nam. Việc nâng vốn điều lệ nhằm bổ sung vốn đối ứng cho dự án nâng cấp và mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Bên cạnh đó, PVN đang xem xét kế hoạch thoái bớt vốn tại BSR, nhằm nâng tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng lên trên 10% và thu hút nhà đầu tư chiến lược.

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2025 của BSR là 144,907 tỷ đồng (+18% YoY) và 3,045 tỷ đồng, tăng gấp 5 lần cùng kỳ. Định giá mục tiêu cổ phiếu BSR ở mức **20,800 đồng/cp** (+28% so với giá đóng cửa ngày 04/11/2025).

Dựa trên động lực tăng trưởng và định giá, Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu BSR.

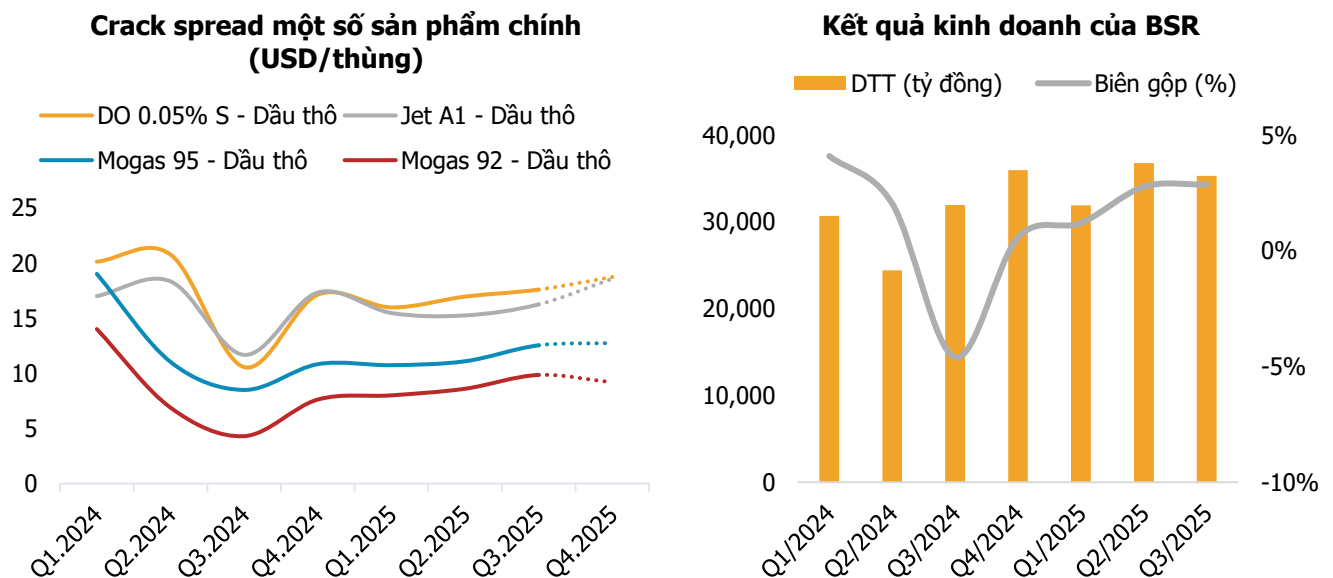
Lợi nhuận đảo chiều nhờ Crack spread tăng mạnh

Trong Q3/2025, BSR ghi nhận doanh thu thuần đạt 35,290 tỷ đồng (+10.5% YoY), chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 13% YoY lên 1,95 triệu tấn. Sau đợt bảo dưỡng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất lần 5, các phân xưởng được vận hành ổn định với công suất cao 118%. Bên cạnh đó, giá bán các sản phẩm có xu hướng hồi phục cũng góp phần hỗ trợ kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.



Nguồn: BSR, Bloomberg, PSI tổng hợp

Đáng chú ý, trong Q3.2025, crack spread các sản phẩm chủ lực tăng mạnh, gồm dầu Diesel (+35% YoY), xăng RON 95 (+11% YoY) và xăng RON 92 (+20% YoY) hỗ trợ biên lợi nhuận gộp phục hồi từ mức -5% cùng kỳ lên 3%. Nhờ vậy, công ty ghi nhận lợi nhuận sau thuế đạt 909 tỷ đồng, đảo chiều từ mức lỗ 1,209 tỷ đồng trong Q3/2024. Giai đoạn cuối năm, crack spread được dự báo duy trì ở mức cao, tiếp tục tạo động lực cho biên lợi nhuận gộp cải thiện.



Nguồn: Bloomberg, Wood Mackenzie, PSI tổng hợp

Hưởng lợi từ lộ trình chuyển đổi xăng E10

Theo đề xuất của Bộ Công Thương, toàn bộ xăng thương mại trên thị trường sẽ phải chuyển sang xăng sinh học E10 (chứa 10% ethanol) từ ngày 01/01/2026. So với xăng truyền thống, xăng E10 có khả năng cháy sạch hơn, góp phần đáng kể trong việc giảm phát thải CO₂ ra môi trường. Đây là bước đi quan trọng nhằm thực hiện các cam kết Net-Zero vào năm 2050 của Chính Phủ.

Khi áp dụng xăng E10 trên diện rộng, nhu cầu ethanol sẽ tăng lên 1.2-1.5 triệu m³. Trong khi đó, cả nước hiện có 6 nhà máy ethanol đã xây dựng với tổng công suất khoảng 500,000 m³/năm, đáp ứng khoảng 40% nhu cầu. Giai đoạn đầu, Việt Nam phụ thuộc chủ yếu vào nguồn nhập khẩu từ Mỹ và Brazil, sau đó khôi phục và mở rộng sản xuất trong nước. Nhằm thực hiện lộ trình chuyển đổi trên, Nhà máy Nhiên liệu sinh học Dung Quất (BSR nắm 65,54% vốn) dự kiến tái vận hành vào tháng 11/2025. **Với công suất 100,000 m³/năm, BSR kỳ vọng hưởng lợi nhờ đầu ra được đảm bảo.** Cuối tháng 08/2025, BSR và PVOIL xuất bán lô xăng E10 RON95 đầu tiên tại Quảng Ngãi, đánh dấu bước khởi đầu trong chiến lược mở rộng tại thị trường miền Trung.

Nhà máy Ethanol tại Việt Nam

Nhà máy	Công suất (Nghìn m ³ /năm)	Tình trạng
Nhà máy ethanol Tùng Lâm	75	Đang hoạt động
Nhà máy ethanol Quảng Nam	125	Đang hoạt động
Nhà máy ethanol Đại Việt	50	Đang hoạt động
Nhà máy nhiên liệu sinh học Dung Quất	100	Ngừng hoạt động, dự kiến hoạt động trở lại từ ngày 25 tháng 11
Nhà máy ethanol Đắk Tô	65	Đang hoạt động, chuyên sản xuất ethanol thực phẩm
Nhà máy ethanol Bình Phước	100	Ngừng hoạt động
Nhà máy nhiên liệu sinh học Phú Thọ	100	Ngừng xây dựng
Tổng	615	

Nguồn: PSI tổng hợp

Đảm bảo tài chính cho Dự án NCMR nhà máy lọc dầu Dung Quất sau tăng vốn điều lệ lên 50,000 tỷ đồng

BSR đã hoàn tất đợt phát hành cổ phiếu tỷ lệ 61.5% từ nguồn vốn chủ sở hữu. Sau khi phát hành, vốn điều lệ của công ty tăng từ 31,000 tỷ đồng lên hơn 50,000 tỷ đồng, đưa BSR vào top 23 doanh nghiệp có vốn hoá lớn nhất thị trường chứng khoán Việt Nam. Việc nâng vốn điều lệ nhằm bổ sung vốn đối ứng cho dự án nâng cấp và mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất, giúp củng cố nền tảng tài chính, bảo đảm tiến độ triển khai dự án và thúc đẩy tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Bên cạnh đó, PVN đang cân nhắc phương án thoái một phần vốn tại BSR nhằm đáp ứng quy định về tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng tối thiểu 10% theo Luật Chứng khoán (sửa đổi) có hiệu lực từ ngày 1/1/2025. Lãnh đạo BSR cho biết đang tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược có tiềm lực tài chính, nguồn cung dầu thô hoặc mạng lưới phân phối

toàn cầu nhằm hỗ trợ dự án nâng cấp và mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất, tuy nhiên kế hoạch chi tiết vẫn chưa được công bố.

Dự án nâng cấp và mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất dự kiến khởi công đầu năm 2026 và đi vào vận hành năm 2028, qua đó tăng khoảng 15% công suất chế biến dầu thô so với hiện nay. Sau khi hoàn tất, các sản phẩm dầu ra sẽ đạt tiêu chuẩn Euro 5, đồng thời nhà máy có thể xử lý nhiều loại dầu thô khác nhau – từ dầu chua, dầu nặng đến dầu có hàm lượng lưu huỳnh cao – giúp đa dạng hóa nguồn nguyên liệu và giảm phụ thuộc vào dầu ngọt, nhẹ như trước.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá Hệ số so sánh để định giá cổ phiếu BSR:

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (VND/cp)
Phương pháp hệ số (EV/EBITDA)	50%	19,716
Phương pháp hệ số (P/B)	50%	21,796
Tổng hợp kết quả định giá		20,756

Khuyến nghị:

Dựa trên định giá và các động lực tăng trưởng chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu BSR với giá mục tiêu ở mức **20,800 đồng/cp** (+28% so với giá đóng cửa ngày 04/11/2025).

Báo cáo tài chính (Đơn vị: Tỷ VND)

Kết quả kinh doanh (tỷ VND)	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	147,423	123,027	144,907
Giá vốn hàng bán	(137,664)	(122,536)	(141,605)
Lợi nhuận gộp	9,760	491	3,301
Doanh thu hoạt động tài chính	2,652	2,230	2,182
Chi phí tài chính	(1,155)	(800)	(613)
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(1,656)	(1,213)	(1,430)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	9,602	708	3,441
Lợi nhuận khác	38	28	25
Lợi nhuận trước thuế	9,639	736	3,466
Lợi nhuận sau thuế	8,593	591	3,045
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	8,650	631	3,092
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	57	40	47
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2023	2024	2025F
Tài sản ngắn hạn	68,681	71,516	78,552
I. Tiền & tương đương tiền	17,001	28,995	15,224
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	21,122	14,022	28,981
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	14,955	12,457	19,158
IV. Hàng tồn kho	15,531	15,891	15,082
V. Tài sản ngắn hạn khác	73	150	107
Tài sản dài hạn	17,914	16,871	13,414
I. Các khoản phải thu dài hạn	549	549	550
II. Tài sản cố định	16,071	13,216	11,015
III. Tài sản dài hạn khác	1,294	3,107	1,849
Tổng tài sản	86,595	88,387	91,966
Nợ phải trả	29,326	32,849	33,383
I. Nợ ngắn hạn	28,442	31,984	32,389
1. Khoản phải trả ngắn hạn	14,616	14,473	13,935
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	10,970	15,857	15,719
II. Nợ dài hạn	884	865	993
1. Các khoản phải trả dài hạn	-	-	-
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	57,269	55,538	58,583
1. Vốn điều lệ	31,005	31,005	50,073
2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	26,388	24,501	8,477
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	125	(32)	(32)
5. Nguồn vốn khác	-	-	-
Tổng nguồn vốn	86,595	88,387	91,966

Chỉ số chính	2023	2024	2025F
Định giá			
EPS	2,790	204	618
BVPS	18,431	17,923	11,706
Cổ tức		7%	61.5%
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	7%	0%	2%
Biên EBITDA	8%	2%	4%
Biên LNTT	7%	1%	2%
ROE	15.8%	1.0%	5.3%
ROA	10.4%	0.7%	3.4%
Tăng trưởng			
Doanh thu	-12%	-17%	18%
Lợi nhuận gộp	-39%	-95%	572%
Lợi nhuận sau thuế	-41%	-93%	415%
EPS	-41%	-93%	203%
Tổng tài sản	10%	2%	4%
VCSH	12%	-3%	5%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	2.41	2.24	2.43
Thanh toán nhanh	1.87	1.74	1.96
Nợ/tài sản	0.34	0.37	0.36
Nợ/VCSH	0.51	0.59	0.57
Khả năng thanh toán lãi vay	30.87	3.27	8.19

LIÊN HỆ**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**

Tầng 2, Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Phường Cửa Nam, TP.Hà Nội

ĐT: + 84 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi,
Phường Sài Gòn, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (84-8) 3914 6789

Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Phường
Vũng Tàu, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26

Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank
Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4,

Phường Hòa Cường, TP. Đà Nẵng

Điện thoại: (84-236) 389 9338

Fax: (84-236) 38 9933

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.

www.psi.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được TTPT đưa ra dựa trên những nguồn tin được coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố.