

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (HSX: BSR)

Dự án nâng cấp mở rộng đang dần rõ nét

- Chúng tôi kỳ vọng năm 2025 lợi nhuận (LN) ròng của BSR ghi nhận 2,043 tỷ đồng (+223.7% svck), năm 2026 lợi nhuận đạt 3,799 tỷ (+86.0% svck) nhờ crack spread biến động ổn định giúp biên gộp cải thiện và sản lượng công ty tăng trưởng tốt.
- Triển vọng dài hạn của BSR với dự án NCMR Dung Quất trở nên rõ nét hơn, dự kiến hoàn thành Q3/2028. Sau NCMR, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của BSR đạt 7.2% nhờ vào việc công ty tập trung vào các sản phẩm hóa dầu phức tạp với giá trị cao hơn.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 30,200 VNĐ/cp.

Crack spread ở mức nền thấp nhưng ít biến động giúp cải thiện biên lợi nhuận

Chúng tôi điều chỉnh tăng mức lợi nhuận ròng 2025-26 69.7%/29.4% sv dự phóng trước, sau điều chỉnh LN ròng 2025-26 tăng 223.7/86.0% svck. Mặc dù crack spread GĐ 25-26 dự báo giảm nhưng BLN cải thiện nhờ biên dao động crack spread thấp và quản trị hàng tồn kho hiệu quả. Cụ thể crack spread DO châu Á 2024 có độ lệch chuẩn là ~3.8, trong khi chỉ số này 6T2025 là ~3.5, số ngày nắm giữ hàng tồn kho (HTK) năm 2024 là 47 ngày dự kiến giảm còn 41 ngày trong 2025. Đồng nghĩa là năm 2024, BSR phải nắm giữ HTK lâu hơn trong bối cảnh crack spread biến động dẫn tới khả năng phải ghi nhận lỗ HTK nắm giữ. Trong khi năm 2025 ước tính độ biến động và số ngày nắm giữ HTK của BSR đều giảm, điều này sẽ giúp khả năng quản trị 2 đầu mua-bán tốt hơn và đạt được mức biên lợi nhuận ổn định dù crack spread nhìn chung suy giảm svck.

Triển vọng dài hạn từ dự án NCMR NMLD Dung Quất đang trở nên rõ nét

Trong bối cảnh biến động cung-cầu và crack spread thu hẹp GĐ 25-26, dự án NCMR NMLD Dung Quất hiện là điểm sáng kỳ vọng thúc đẩy tăng trưởng nội tại cho BSR về dài hạn. Chúng tôi nhận định, việc hoàn tất NCMR Dung Quất sẽ giúp BSR chiếm lĩnh thị phần và thúc đẩy doanh số, ngoài ra DQ mới dự kiến có thể sản xuất các sản phẩm giá trị cao hơn, cải thiện BLN của BSR từ 2028 trở đi. Chúng tôi dự phóng BLN gộp của BSR đạt 7.2% vào năm 2029 (+1.8 điểm % so với dự phóng mức BLN gộp năm 2026).

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 30,200 VNĐ/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu BSR, giá mục tiêu 30,200 VNĐ/cp (cao hơn giá mục tiêu cũ 20,700 VNĐ/cp) dựa trên (1) tăng dự phóng LN ròng 2025-26 thêm 69.7%/29.4% sv dự phóng trước, (2) triển vọng rõ ràng hơn về các sản phẩm hóa dầu với độ phức tạp cao hơn sau NCMR Dung Quất giúp tăng giá trị thương phẩm, (3) Dung Quất mới có thể xử lý đa dạng nguyên liệu đầu vào giúp BSR tận dụng nguồn nguyên liệu giá rẻ ở từng giai đoạn giúp giảm GVHB và (4) CTCP Nhiên liệu Sinh học Dầu khí Miền Trung (BSR-BF) đang trong lộ trình tạm hoãn phá sản và tái khởi động nhà máy để thúc đẩy dòng sản phẩm xăng E5/E10.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	147,423	123,027	137,068	103,881
Lợi nhuận ròng	8,650	736	2,043	3,799
Tăng trưởng doanh thu thuần	-11.8%	-16.5%	11.4%	-24.2%
Tăng trưởng LN ròng	-41.3%	-91.5%	223.7%	86.0%
Biên LN gộp	6.6%	0.4%	2.0%	5.4%
Biên EBITDA	7.0%	1.2%	2.5%	6.4%
ROAE	15.9%	1.3%	3.6%	6.7%
ROAA	10.5%	0.8%	2.2%	3.7%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	2,790	237	659	1,225
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	18,511	17,902	18,246	18,881

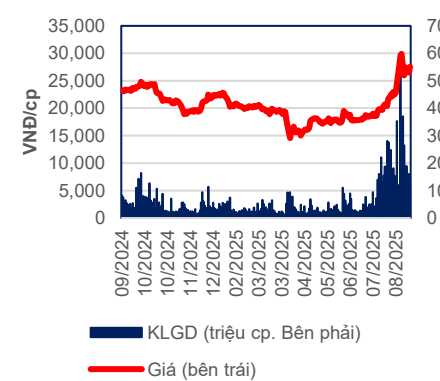
Nguồn: BSR, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 30,200 VNĐ
Tiềm năng tăng giá 17.0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:
Điều chỉnh tăng LN ròng 2025-26 lần lượt là 69.7%/29.4%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	25,850
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	29,900
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	14,550
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	85,419
P/E (TTM)	n/a
P/B	1.5
Thị suất cổ tức (%)	1.6%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	0.52%

Nguồn: FiinPro

Cơ cấu sở hữu

Tập Đoàn Công Nghiệp – Năng	92.13%
Lượng Quốc Gia Việt Nam (PVN)	
KIM Vietnam Growth Equity Fund	0.53%

Nguồn: FiinPro

Chuyên viên phân tích

Mai Duy Anh
anh.maiduy@mbs.com.vn

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Động thái chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 61.5% trong năm 2025 sẽ đảm bảo cho kế hoạch triển khai Dự án NCMR nhà máy lọc dầu Dung Quất, dự kiến sẽ giúp nâng công suất của nhà máy lên 15% (từ 148,000 thùng/ngày lên 171,000 thùng/ngày), sản phẩm đầu ra sẽ đáp ứng tiêu chuẩn Euro 5. Sau khi nâng cấp kỳ vọng các sản phẩm phức tạp hơn sẽ giúp BSR cải thiện biên lợi nhuận trong dài hạn, đồng thời nhà máy cũng tăng khả năng đa dạng hóa nguyên liệu đầu vào khi cho phép xử lý được nhiều loại dầu thô khác nhau (dầu chua, dầu nặng, dầu hàm lượng lưu huỳnh cao) thay vì phụ thuộc chủ yếu vào dầu ngọt, nhẹ như trước đây → Mở rộng nguồn cung, giảm rủi ro khi thị trường dầu biến động hoặc nguồn cung truyền thống bị gián đoạn.
- Mặc dù crack spread GD 25-26 dự báo giảm nhưng BLN cải thiện nhờ biên dao động crack spread thấp và quản trị hàng tồn kho hiệu quả. Ngoài ra, chúng tôi ước tính BSR đang chuyển dịch cơ cấu sang các sản phẩm hóa dầu giá trị cao (so với các sản phẩm lọc dầu thường có giá trị thấp hơn) như xăng RON95, Kerosen/Jet A1 và LPG sẽ kỳ vọng giúp doanh nghiệp giữ được mức biên lợi nhuận gộp khả quan hơn so với năm 2024.
- Từ 17/01/2025 BSR đã chính thức niêm yết trên HOSE và có cơ hội gia nhập chỉ số VN30 và được cấp margin sau khi đủ thời gian giao dịch 6 tháng. Chúng tôi nhận định hiện tại BSR đã đủ mức vốn hóa để vào chỉ số VN30, tuy nhiên vẫn cần phải theo dõi các tiêu chí khác như lợi nhuận và thanh khoản cổ phiếu. Việc chia cổ tức bằng cổ phiếu sẽ giúp gia tăng thanh khoản của BSR.

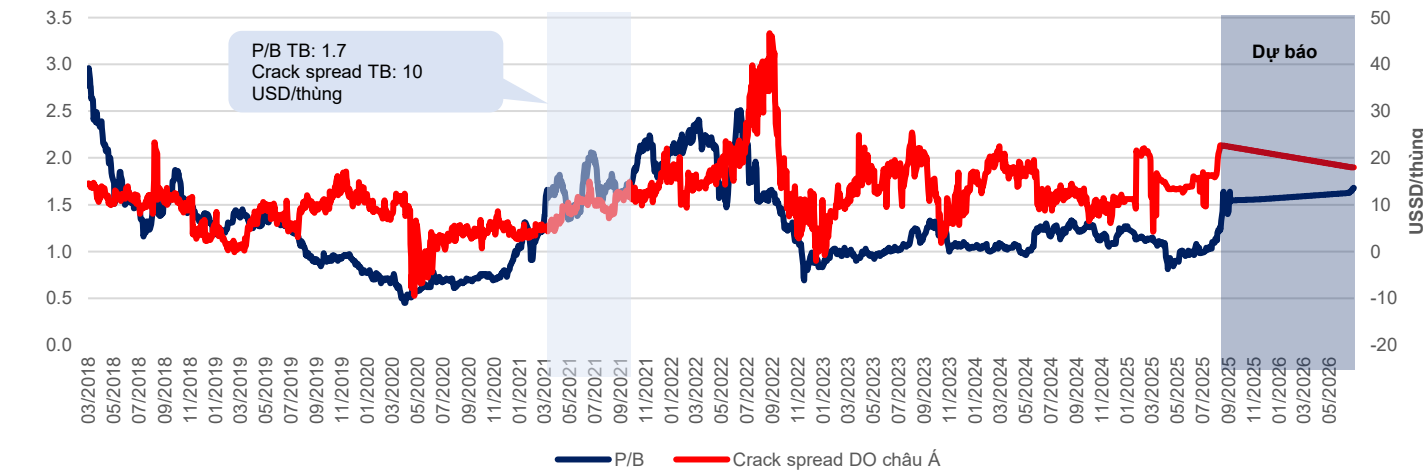
Định giá & Khuyến nghị

Bằng phương pháp định giá FCFF kết hợp P/B với tỷ trọng lần lượt là 50%/50% cho mỗi phương pháp, chúng tôi xác định giá trị hợp lý làm tròn đến 1 năm của BSR là 30,200 VNĐ/cp. Chúng tôi tham chiếu crack spread dầu châu Á giai đoạn Tháng 3-10/2021 khi crack spread đi ngang ở vùng quanh mốc 10 USD, tương đương mức P/B trung bình 1.7 và sử dụng làm P/B mục tiêu cho BSR trong thời gian tới. Ngoài ra, câu chuyện dài hạn về NCMR NMLD Dung Quất và triển vọng từ tái khởi động nhà máy phối trộn ethanol sẽ củng cố thêm giá trị doanh nghiệp trong dài hạn.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ/cổ phiếu)
FCFF	50%	30,700
Forward P/B	50%	29,700
Giá mục tiêu		30,200
Giá hiện tại (đóng cửa ngày 09/09/2025)		25,850
Tiềm năng tăng giá		17.0%

Hình 2: P/B của BSR trong 5 năm gần đây và crack spread dầu châu Á



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 3: Dự phóng FCFF

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận sau thuế	2,032	3,780	5,796	7,199	6,917
Chi phí phi tiền mặt	2,242	2,243	2,251	3,132	4,017
Chi phí lãi vay sau thuế	240	479	761	870	770
Đầu tư VLD	2,802	7,100	1,300	3,035	(550)
Đầu tư TSCĐ	(7,950)	(21,976)	(7,331)	(140)	(19)
FCFF	(634)	(8,373)	2,777	14,096	11,135

Rủi ro giảm giá:

- Crack spread biến động thất thường và có xu hướng thu hẹp gây ra suy giảm biên lợi nhuận và khó khăn cho BSR trong việc xác định mức giá bán các loại sản phẩm và quản trị chi phí.
- Dự án NCMR NMLD Dung Quất bị chậm trễ tiến độ gây ảnh hưởng đến triển vọng dài hạn của công ty. Thời gian “chết” do các trục trặc trong dự án NCMR có thể gây gián đoạn sản xuất, sụt giảm sản lượng.
- Rủi ro chính sách từ các chính sách thuế nhập khẩu ưu đãi cho xăng dầu, chính sách xăng E5/E10 hay về phí môi trường/carbon đều có thể gây ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động SXKD của BSR và cần doanh nghiệp phải có biện pháp phản ứng thích hợp.

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Quốc gia	Mã CK	Vốn hóa triệu USD	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
				2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F
Gujarat State Petronet	Ấn Độ	GUJS IN Equity	2,666	16.2	n/a	1.5	1.5	14.8	12.0	15.9	10.3
S-Oil Corp	Hàn Quốc	010950 KS Equity	5,260	n/a	6.3	0.8	0.7	3.3	4.6	8.4	12.5
IRPC PCL	Thái Lan	IRPC TB Equity	883	n/a	n/a	0.4	0.3	0.4	1.5	1.3	3.2
Chevron Corp	Mỹ	CVX US Equity	267,022	19.5	15.5	1.9	2.0	8.7	10.1	13.7	15.3
Bangchak Sriracha PCL	Thái Lan	BSRC TB Equity	717	n/a	38.1	0.7	0.8	5.2	7.4	11.3	15.2
Star Petroleum Refining PCL	Thái Lan	SPRC TB Equity	911	10.6	6.4	0.6	0.6	7.5	7.0	13.9	11.6
Trung Bình				15.4	16.6	1.0	1.0	6.7	7.1	10.8	11.4
CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn	Việt Nam	BSR	3,236	71.8	33.9	1.0	1.5	0.8	2.2	1.3	3.6

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

KQKD Q2/2025 và 6T2025: Doanh thu tăng trưởng nhưng lợi nhuận sụt giảm svck dưới áp lực thu hẹp crack spread

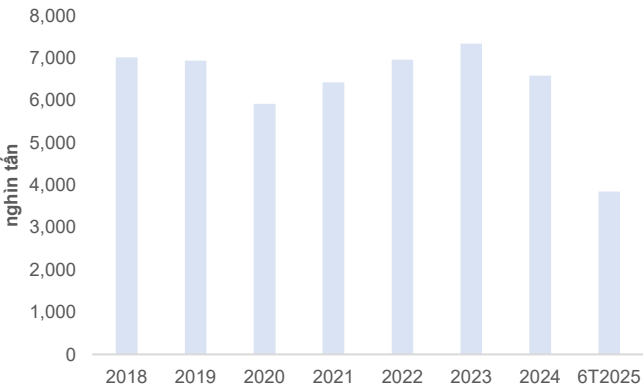
Kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2025 và Q2/2025 của BSR

Hình 5: Kết quả kinh doanh Q2/2025 và 6T25 (Đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ số KQKD	Q2/2025	%yoy	%qoq	6T25	%yoy	%Dự phóng 2025	Đánh giá
Giá dầu Brent bình quân (USD/thùng)	66.9	-21.2%	-10.8%	71.0	-15.3%		Cung toàn cầu của dầu hiện đang vượt cầu, trong đó OPEC+ và Saudi Arabia đều gia tăng sản lượng. Ở chiều ngược lại, nhu cầu toàn cầu suy yếu một phần đến từ xung đột thương mại và tiêu thụ yếu từ Trung Quốc, Ấn Độ, Brazil khiến giá dầu trong xu hướng suy giảm. Sản lượng tăng trưởng nhờ vào hiệu suất hoạt động NMLD Dung Quất vượt phóng lần trước của chúng tôi trong 6T2025 (hiệu suất bình quân 116%).
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	2,125	73.3%	23.2%	3,850	40.3%	56.8%	
Crack spread dầu Diesel (USD/thùng)	13.9	-7.3%	-2.1%	14.0	-6.7%		
Crack spread xăng RON95 (USD/thùng)	11.0	-23.1%	15.8%	10.4	-33.6%		
Crack spread nhiên liệu bay (USD/thùng)	13.0	-17.0%	-7.1%	13.9	-17.4%		
Doanh thu	36,772	50.6%	15.3%	68,667	24.6%	53.9%	Doanh thu bán dầu Diesel và Xăng RON95 tốt hơn so với dự phóng trước của MBS. Crack spread Q2/2025 giảm nhiều hơn so với ước tính trước đây của MBS dẫn với lợi nhuận gộp suy giảm.
Lợi nhuận gộp	1,030	106.8%	169.5%	1,413	-19.4%	37.5%	
BLN gộp	2.8%	0.8 đpt	1.6 đpt	2.1%	-1.1 đpt		
Doanh thu hoạt động tài chính	446	-40.3%	-4.1%	910	-28.1%	41.0%	Lãi tiền gửi ngân hàng suy giảm và không có ghi nhận khoản lãi từ dừng hợp nhất BSR-BF bất thường svck. Ngày 27/05/2024, BSR chính thức chấm dứt quyền kiểm soát với công ty con là CTCP Nhiên liệu sinh học Dầu khí miền Trung – Biofuel (BF) do công ty này phá sản dẫn đến dừng hợp nhất BCTC của BF lên BSR, sau khi đánh giá thì sự kiện này đã được ghi nhận bằng khoản doanh thu bất thường một lần trên BCTC của BSR.
Chi phí tài chính	122	-11.7%	18.5%	225	-43.0%	14.2%	Khoản lỗ chênh lệch tỉ giá giảm mạnh so với dự phóng trước đây của chúng tôi.
Chi phí bán hàng & QLDN	380	40.8%	34.5%	663	25.3%	45.0%	Chi phí vận chuyển bảo hiểm bán sản phẩm tăng svck.
Lợi nhuận trước thuế	981	16.8%	108.1%	1,453	-31.2%	48.6%	
Lợi nhuận sau thuế	847	10.2%	112.0%	1,246	-33.8%	42.3%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	846	8.2%	112.2%	1,245	-35.4%	42.0%	LN ròng quý 2 cải thiện đáng kể sau quý đầu tiên của năm nhưng do quý 1 âm đậm (-65.1% svck) do đó LN ròng 6T2025 kém khả quan và chỉ đạt 42% so với dự phóng cả năm lần trước của MBS.

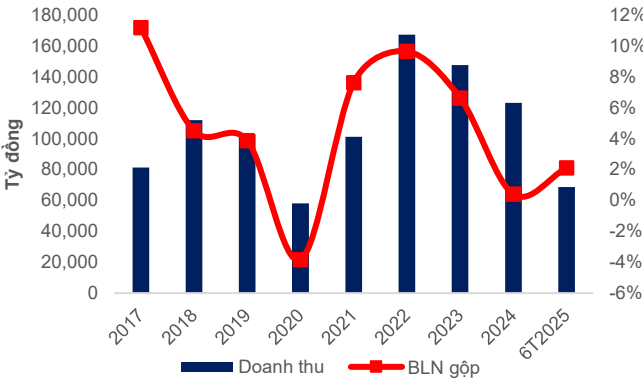
Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 6: Tổng sản lượng tiêu thụ của BSR



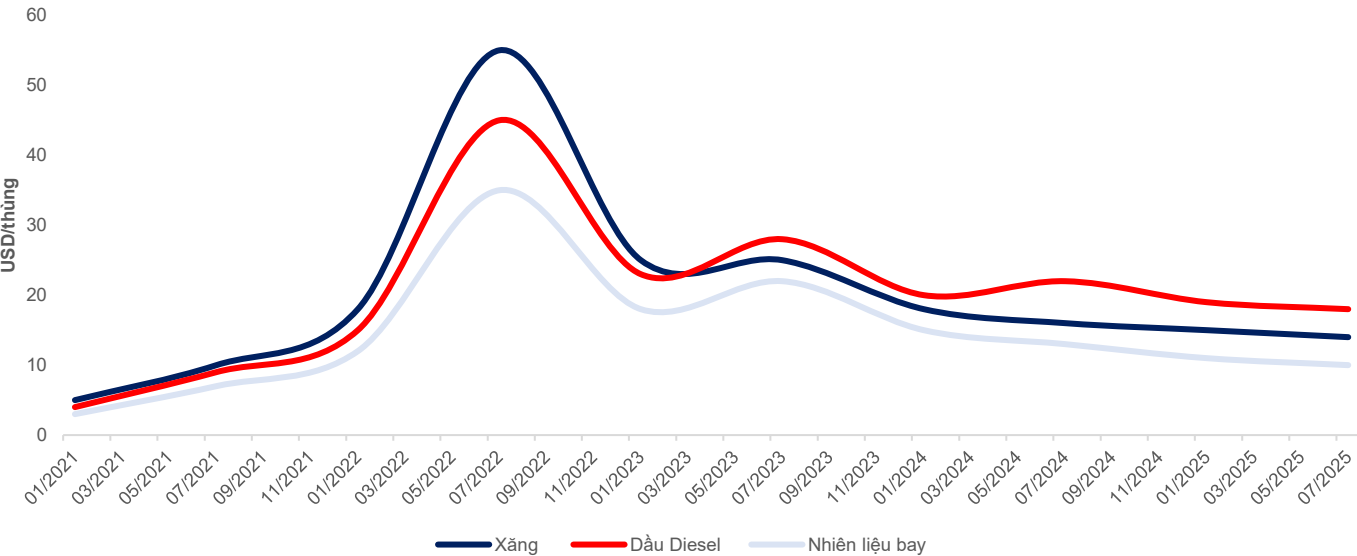
Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 7: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của BSR



Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 8: Crack spread châu Á với các dòng sản phẩm



Nguồn: EIA, MBS Research

Điều chỉnh dự báo KQKD trong bối cảnh crack spread tiếp tục thu hẹp

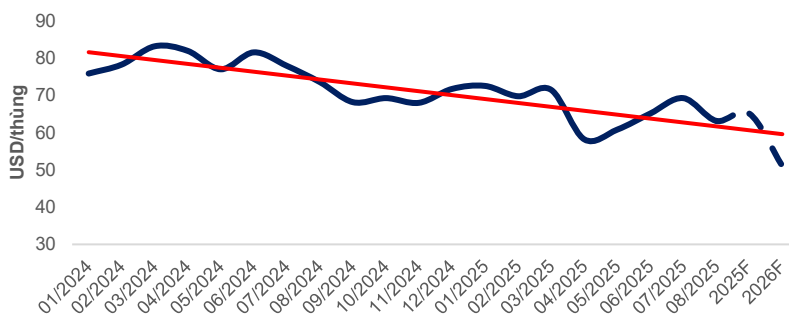
Hình 9: Bảng dự phóng KQKD của BSR giai đoạn 2024-2026

Các tiêu chí KQKD	2024	2025F	% thay đổi dự phóng	% svck	2026F	% thay đổi dự phóng	% svck	Đánh giá
Giá dầu Brent bình quân (USD/thùng)	80	64	-13.6%	-20.0%	51	-25.0%	-20.3%	Điều chỉnh dự phóng giá dầu theo xu hướng suy giảm của thế giới do tình trạng dư cung-thiếu cầu.
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	6,586	7,320	10.9%	11.1%	6,878	0.0%	-6.0%	6T2025 nhà máy vận hành vượt kế hoạch ở công suất quy đổi khoảng 116% giúp sản lượng gia tăng.
Crack spread xăng (USD/thùng)	13.0	11.4	23.9%	-12.4%	9.8	-14.0%	-14.2%	Điều chỉnh tăng crack spread xăng do giá bán xăng tháng 5-8 cao hơn so với dự báo trước
Crack spread dầu diesel (USD/thùng)	14.4	11.2	-22.2%	-22.5%	10.1	-23.5%	-9.3%	Điều chỉnh dựa trên tình hình crack spread 6T2025 và dự báo ước tính của BSR cho nửa cuối năm dựa trên nhu cầu diesel phục vụ công nghiệp, logistics.
Crack spread nhiên liệu bay (USD/thùng)	18.0	12.8	-7.9%	-29.0%	10.6	-17.8%	-17.0%	Điều chỉnh theo dự báo crack spread từ WM và Platts do các nhà máy lọc dầu lớn tăng công suất trong năm 2025.
Doanh thu	123,027	137,068	4.4%	11.4%	103,881	-15.0%	-24.2%	Điều chỉnh tăng do doanh thu 6 tháng đầu năm tăng trưởng khả quan, chủ yếu đến từ doanh số bán diesel, xăng RON95 và LPG.
Lợi nhuận gộp	491	2,735	7.0%	457.0%	5,601	11.5%	104.8%	Điều chỉnh tăng lợi nhuận gộp dựa trên kỳ vọng crack spread có biên dao động hẹp và hoạt động quản trị hàng tồn kho năm 2025 tốt hơn svck.
Biên lợi nhuận gộp	0.4%	2.0%	0.1 đpt	1.6 đpt	5.4%	1.3 đpt	3.4 đpt	
Chi phí quản lý và bán hàng	1,213	1,576	7.0%	29.9%	1,225	-6.4%	-22.3%	Chi phí vận chuyển bảo hiểm bán sản phẩm và chi phí khác bằng tiền tăng đáng kể svck.
Thu nhập tài chính	2,230	1,919	71.3%	-14.0%	1,510	56.5%	-21.3%	Điều chỉnh tăng do lãi suất và tổng mức đầu tư ngắn hạn cao hơn so với dự phóng lần trước của chúng tôi.
Chi phí tài chính	800	584	-37.8%	-27.0%	1,199	-15.7%	105.2%	Chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá 6T2025 thấp hơn dự phóng.
Thu nhập khác	-2	47	-27.1%	n/a	37	-42.7%	-21.3%	
Lợi nhuận trước thuế	706	2,540	89.5%	259.9%	4,725	44.2%	86.0%	
Lợi nhuận sau thuế	696	2,032	69.6%	191.9%	3,780	29.4%	86.0%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	631	2,043	69.7%	223.7%	3,799	29.4%	86.0%	Lợi nhuận ròng điều chỉnh tăng so với dự báo trước dựa trên tình hình kinh doanh thực tế 6T2025 tuy crack spread suy giảm tuy nhiên doanh thu của công ty tăng trưởng khả quan. Ngoài ra doanh thu tài chính tăng mạnh và chi phí tài chính giảm cũng góp phần thúc đẩy lợi nhuận ròng của BSR.

Giá dầu nằm trong xu hướng giảm nửa cuối 2025 và cả năm 2026

Trong 6T2025, giá dầu bình quân 68–71 USD/thùng, giảm ~15% svck do bất ổn kinh tế - địa chính trị. Nửa cuối 2025 sang 2026, giá dầu dự kiến tiếp tục giảm do cung tăng mạnh và cầu yếu. IEA dự báo sản lượng nhiên liệu lỏng 2025 tăng 1.6 triệu thùng/ngày, chủ yếu từ Brazil và Canada; OPEC+ tăng thêm 2.47 triệu thùng/ngày từ tháng 4–9/2025, tương đương 2.5% nhu cầu toàn cầu. Trong khi đó, nửa cuối 2025 nguồn cung dự báo tăng 2.2 triệu thùng/ngày nhưng nhu cầu chỉ tăng 390,000 thùng/ngày. Chênh lệch cung–cầu sẽ tạo áp lực kéo dài đến 2026. Dự báo giá dầu bình quân 2025 bao gồm: Wood Mackenzie 67.5 USD, Platts 62.7 USD, EIA dự báo Brent 2026 chỉ còn 51 USD/thùng. Chúng tôi đưa ra dự báo giá dầu bình quân cả năm 25-26 lần lượt 64 và 51 USD/thùng.

Hình 10: Dự phóng diễn biến giá dầu Brent



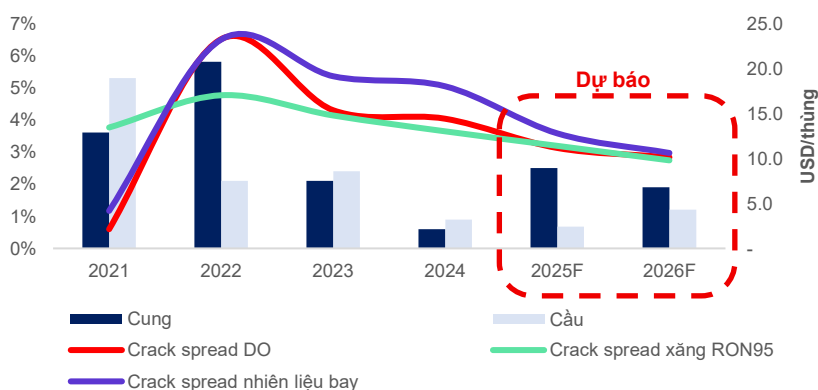
Nguồn: Investing, MBS Research

Crack spread của BSR tiếp tục thu hẹp giai đoạn 2025-2026

GĐ 2025-2026, chúng tôi dự báo crack spread xăng lần lượt giảm -12.4%/-14.2% svck và biến động +23.9%/-14.0% so với dự phóng cũ của chúng tôi. Crack spread dầu diesel giảm -22.5%/-9.3% svck, giảm -22.2%/-23.5% so với dự phóng lần gần nhất. Crack spread nhiên liệu bay suy giảm -29.0%/-17.0% svck và sụt giảm -7.9%/-17.8% so với lần dự phóng trước đây của MBS:

- Trong 6 tháng đầu năm, giá dầu thô giảm từ tháng 01 đến 05, kéo theo các sản phẩm chính của BSR cũng suy giảm, nhưng mức giảm thấp hơn nên crack spread vẫn duy trì tương đối. Đặc biệt, crack spread của dầu Diesel và Jet A1 vẫn ở mức cao nhờ tồn kho thấp và nhu cầu vận tải ổn định. Tuy nhiên, nửa cuối năm dự báo crack spread suy giảm do công suất tăng thêm 10–20% từ 3 NMLD mới tại Oman, Kuwait, Iraq và nhu cầu Trung Quốc giảm do chuyển sang EV. Dự kiến crack spread cuối 2025 với Diesel/RON95/Jet A1 lần lượt là 11.6/13.8/12.7 USD/thùng; bình quân cả năm 2025 tương ứng 11.2/11.4/12.8 USD/thùng, trong đó RON95 được hỗ trợ bởi nền cao đầu năm
- Sang năm 2026, crack spread dự báo tiếp tục chịu áp lực thu hẹp do: (1) nguồn cung tăng từ OPEC+, Brazil, Mỹ, Canada; (2) nhu cầu tăng chậm do xu hướng chuyển sang xe điện/hybrid; (3) công suất lọc dầu toàn cầu mở rộng với các NMLD lớn như Yulong, Dangote, Duqm.

Hình 10: Ước tính tăng trưởng cung/cầu dầu toàn cầu và crack spread BSR



Nguồn: EIA, BSR, MBS Research

Triển vọng dài hạn và bức tranh tài chính của BSR sau dự án NCMR
Dung Quất

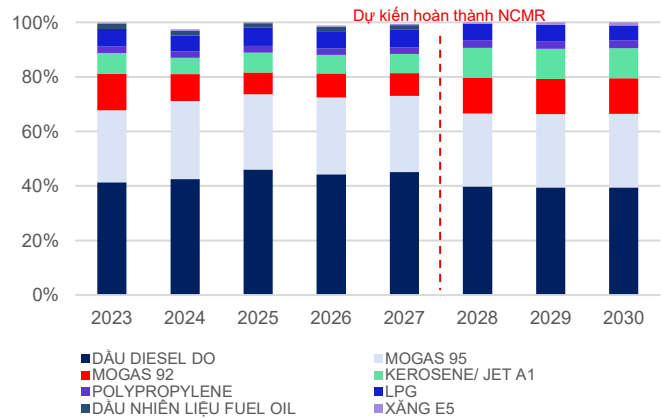
Dự án NCMR nhà máy lọc dầu Dung Quất trở thành lực đẩy trong dài hạn cho BSR

Hình 11: Cải tiến kỹ thuật trước và sau nâng cấp NMLD Dung Quất

Đặc điểm kỹ thuật	Trước nâng cấp	Sau nâng cấp
Dầu thô đầu vào	Nhà máy chủ yếu để chế biến dầu thô ngọt nhẹ, đặc biệt là dầu Bạch Hổ (chiếm >80% đầu vào). Hạn chế về linh hoạt nguyên liệu: chưa thể xử lý dầu chua có hàm lượng lưu huỳnh cao hoặc dầu nhập khẩu đa dạng, dẫn đến phụ thuộc nguồn cung trong nước	Có thể chế biến nhiều loại dầu thô khác nhau: dầu chua/ngọt, dầu nhẹ/nặng, dầu nhập khẩu từ Trung Đông, Tây Phi...Giúp giảm phụ thuộc vào dầu Bạch Hổ (đang suy giảm sản lượng).
Chất lượng sản phẩm	Phần lớn chỉ đạt tiêu chuẩn Euro 2-3, không còn phù hợp với quy định môi trường mới (chính sách Euro 5 từ 2022).	Tất cả sản phẩm chính (xăng, dầu DO, Jet A1, LPG) đạt chuẩn Euro 5 → hàm lượng lưu huỳnh giảm mạnh (<10 ppm so với 500 ppm trước đây). Đáp ứng lộ trình môi trường của Chính phủ, tăng tính cạnh tranh với nguồn nhập khẩu.
Cơ cấu sản phẩm	Fuel oil (FO, mazut): chiếm khoảng 25-30% sản lượng → giá trị thấp, khó tiêu thụ. Xăng, Diesel, Jet fuel: sản lượng hạn chế, chưa tối ưu lợi nhuận.	Tăng sản lượng sản phẩm sạch (clean fuels): - Xăng & Diesel tăng tỷ trọng (chiếm >70% tổng sản lượng). - Tăng sản lượng Jet fuel, LPG, đáp ứng nhu cầu nội địa và xuất khẩu. → Cải thiện crack spread tổng thể nhờ giảm sản phẩm giá trị thấp.
Hiệu quả vận hành	Hạn chế về công nghệ xử lý: thiếu các phân xưởng xử lý lưu huỳnh, cải thiện chỉ số octane/cetane, nên sản phẩm chưa cạnh tranh với xăng dầu nhập khẩu.	Giảm chi phí chế biến trên mỗi thùng nhờ tận dụng dầu thô rẻ hơn (dầu chua nặng thường giá thấp hơn dầu ngọt). Tăng tuổi thọ, tính ổn định hệ thống.
Công nghệ bổ sung		- Phân xưởng hydrotreater (Hydrocracking/Desulfurization): loại bỏ lưu huỳnh, cải thiện chất lượng xăng & diesel. - Phân xưởng cải thiện hệ thống tách (cracking): tăng tỷ lệ sản phẩm nhẹ (light distillates). - Hệ thống bể chứa dầu thô mới: tăng khả năng trộn dầu, linh hoạt nhập khẩu.

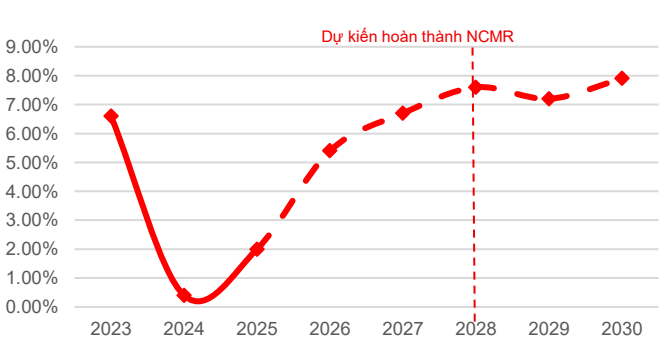
Dự án nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất (NCMR) được kỳ vọng là động lực dài hạn cho BSR, dự kiến hoàn tất vào Q3/2028. Nửa đầu 2025, dự án đã hoàn tất thiết kế FEED, phần còn lại của năm sẽ đấu thầu, ký hợp đồng EPC và thu xếp vốn (tổng đầu tư 36,397 tỷ đồng, vốn chủ/nợ vay 60%/40%). Sau nâng cấp, công suất tăng ~15% lên 171,000 thùng/ngày. Ngoài tăng sản lượng, dự án giúp cải thiện chất lượng sản phẩm (Euro 5, tỷ trọng cao ở xăng/diesel), linh hoạt đầu vào dầu thô giá rẻ, từ đó cải thiện crack spread và biên lợi nhuận. Dự án còn hỗ trợ đáp ứng nhu cầu trong nước đang tăng trưởng 2-3%/năm, khi hiện tại các NMLD trong nước mới đáp ứng 70-75% nhu cầu.

Hình 12: Ước tính cơ cấu sản phẩm của BSR



Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 13: Ước tính BLN gộp của BSR



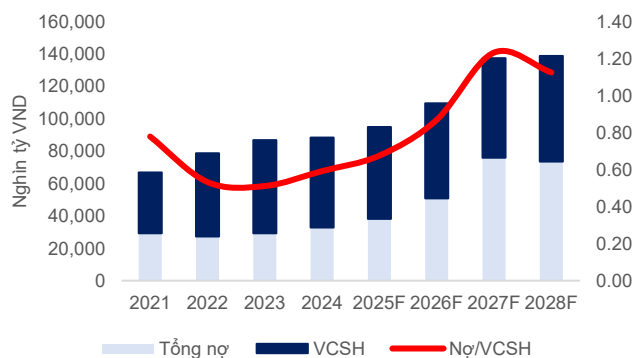
Nguồn: BSR, MBS Research

Kế hoạch chia cổ tức và bức tranh tài chính của BSR sau dự án đầu tư lớn

Tại ĐHCĐ 2025, BSR đã thông báo kế hoạch phát hành cổ phiếu thường và trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 61.5%. Sau đợt phát hành, vốn điều lệ của công ty sẽ tăng từ khoảng 31,000 tỷ đồng lên hơn 50,000 tỷ đồng và số lượng cổ phiếu lưu hành của công ty cũng tăng lên hơn 5 tỷ cổ phiếu từ mức 3 tỷ 1 trước chia. Mục đích của đợt phát hành một phần nhằm giữ lại nguồn tiền để bổ sung nguồn vốn thực hiện dự án Nâng cấp – Mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất, góp phần nâng cao năng lực sản xuất và hiệu quả hoạt động của Công ty trong giai đoạn tới. BSR cũng là một doanh nghiệp thường xuyên chi trả cổ tức bằng tiền cho nhà đầu tư, điển hình 3 năm gần nhất công ty đã chi trả từ 3-7% cổ tức tiền mặt mỗi năm. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá kể từ năm 2025 đến khi hoàn thành dự án vào năm 2028, BSR sẽ tạm thời dừng chia cổ tức tiền mặt để sử dụng dòng tiền vào dự án này và làm tăng giá trị doanh nghiệp trong dài hạn nhờ vào cải thiện quy mô doanh số và biên lợi nhuận.

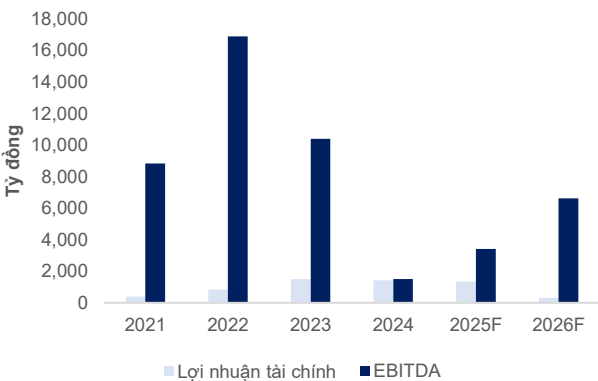
Khoản đầu tư vào NCMR Dung Quất trị giá 36,397 tỷ được tài trợ bằng 40% vốn nợ, tương đương 14,559 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng khoản nợ vay dài hạn này sẽ được giải ngân theo từng đợt và được đẩy mạnh ở giai đoạn 2026-2027 để kịp tiến độ hoàn thành dự án vào năm 2028. Mặc dù tổng nợ vay của BSR dự kiến đạt mức 45,571 tỷ vào năm 2027 (so với mức 15,857 tỷ cuối 2024) nhưng tỷ lệ nợ/VCSH vẫn được giữ ở mức an toàn 1.12 nhờ vào cơ cấu tài chính lành mạnh của BSR được hỗ trợ bởi nguồn vốn chủ lớn. Sau nâng cấp, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của BSR có sự cải thiện đáng kể và dao động quanh 8.5-9.5% nhờ vào các sản phẩm giá trị cao. Doanh thu ước tính của công ty vào năm 2030 ước đạt 151,373 tỷ đồng khi nhà máy có thể chạy hết công suất sau nâng cấp và giúp sản lượng BSR tăng ~15%/năm.

Hình 14: Ước tính tổng nợ và vốn chủ sở hữu của BSR



Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 15: Lợi nhuận tài chính ròng & EBITDA của BSR



Nguồn: BSR, MBS Research

Các chính sách xăng dầu 2025-2026 gây biến động lên hoạt động của BSR

Doanh thu và biên lợi nhuận của BSR chịu ảnh hưởng đáng kể từ các chính sách và xu hướng tiêu thụ xăng dầu. Chúng tôi đánh giá giai đoạn 2025-2026 sẽ là giai đoạn tương đối thách thức đối với công ty do những thay đổi về chính sách.

Hình 15: Tác động các chính sách trọng yếu tới BSR

Chính sách	Nội dung	Tác động
Thúc đẩy xăng E5/E10	Chính sách thúc đẩy xăng E5/E10 sẽ định hướng tăng tỷ trọng nhiên liệu sinh học để giảm phát thải, đề xuất lộ trình chuyển đổi sang xăng E10 từ năm 2026.	Nếu lộ trình này được hiện thực hóa thì BSR có thể phải đầu tư thêm hệ thống kho chứa ethanol, trạm phối trộn để gia tăng sản lượng dòng sản phẩm xăng pha ethanol này. Ngoài ra, công ty còn phải phụ thuộc vào nguồn cung ethanol và biến động giá bán phụ thuộc vào các chính sách thuế/ưu đãi ethanol so với xăng thông thường. → Dài hạn: không chịu nhiều tác động nhờ chuyển dịch cơ cấu sản phẩm → Ngắn hạn: Chi phí đầu tư lớn, rủi ro suy giảm biên lợi nhuận
Giảm thuế nhập khẩu 0%	Tại Việt Nam, giá bán lẻ xăng dầu được tính dựa trên giá cơ sở, trong công thức giá cơ sở có tính tới yếu tố nhập khẩu (VD: xăng dầu nhập từ Singapore chịu mức thuế 8%) nhưng BSR không phải chịu mức thuế này khi bán trong nước dẫn tới giá bán nội địa của BSR có lợi thế cạnh tranh hơn. Tuy nhiên kể từ năm 2024 thì “tắt chặn thuế” bảo vệ BSR đã không còn khi Việt Nam quyết định đưa mức thuế nhập khẩu về 0% khi tính giá cơ sở.	BSR sẽ không còn được hưởng lợi thế từ giá thành rẻ hơn so với đối thủ như trước đây, thay vào đó doanh nghiệp sẽ phải cạnh tranh dựa trên chất lượng sản phẩm, crack spread và chi phí sản xuất.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	147,423	123,027	137,068	103,881	LN trước thuế	9,639	736	2,540	4,725
Giá vốn hàng bán	(137,664)	(122,536)	(134,333)	(98,280)	Khấu hao	2,270	2,221	2,242	2,243
Lợi nhuận gộp	9,760	491	2,735	5,601	Thuế đã nộp	(887)	(523)	(508)	(945)
Chi phí quản lý DN	(623)	(561)	(754)	(571)	Các khoản điều chỉnh khác	-	-	0	29
Chi phí bán hàng	(1,032)	(652)	(822)	(654)	Thay đổi VLĐ	2,852	(745)	1,166	4,469
LN từ HĐKD	8,104	(722)	1,159	4,376	LCTT từ HĐKD	11,673	(80)	4,109	9,626
EBITDA thuần	10,374	1,498	3,401	6,620	Đầu tư TSCĐ	(230)	(521)	(7,950)	(21,976)
LN trước thuế & lãi vay	8,104	(722)	1,159	4,376	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	1	-	-
Thu nhập lãi	2,652	2,230	1,919	1,510	Các khoản khác	(17,646)	8,509	(14,479)	8,092
Chi phí tài chính	(1,155)	(800)	(584)	(1,199)	LCTT từ đầu tư	(17,874)	7,989	(22,430)	(13,884)
Thu nhập ròng khác	38	(2)	47	37	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Tiền vay ròng nhận được	1,989	6,014	4,448	13,077
LN trước thuế	9,639	706	2,540	4,725	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Thuế TNDN	(1,047)	(10)	(508)	(945)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2,166)	(2,180)	-	-
Lợi nhuận sau thuế	8,593	696	2,032	3,780	LCTT từ hoạt động TC	(177)	3,834	4,448	13,077
Lợi ích cổ đông thiểu số	57	40	10	19	Tiền & tương đương tiền đầu kì	22,853	17,001	28,995	15,123
Lợi nhuận ròng	8,650	736	2,043	3,799	LC tiền thuần trong năm	(6,377)	11,742	(13,872)	8,818
Chi trả cổ tức	(2,166)	(2,180)	-	-	Tiền & tương đương tiền cuối kì	17,001	28,995	15,123	23,942
Lợi nhuận giữ lại	6,484	(1,444)	2,043	3,799					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	17,001	28,995	15,123	23,941	Tăng trưởng doanh thu thuần	-12%	-17%	11%	-24%
Đầu tư ngắn hạn	21,122	14,022	27,414	20,776	Tăng trưởng EBITDA	-38%	-86%	127%	95%
Phải thu khách hàng	13,986	11,895	13,144	9,961	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-45%	-109%	-260%	278%
Hàng tồn kho	15,531	15,891	14,939	10,929	Tăng trưởng LN trước thuế	-38%	-93%	260%	86%
Các tài sản ngắn hạn khác	1,041	713	1,401	1,084	Tăng trưởng LN ròng	-41%	-91%	177%	86%
Tổng tài sản ngắn hạn	68,681	71,516	72,020	66,692	Tăng trưởng EPS	-41%	-91%	140%	47%
Tài sản cố định	15,827	13,020	12,784	10,663	Biên LN gộp	6.6%	0.4%	2.0%	5.4%
Tài sản vô hình	245	196	132	66	Biên EBITDA	7.0%	1.2%	2.5%	6.4%
Xây dựng cơ bản dở dang	1,195	1,352	7,360	29,280	Biên LN ròng	5.9%	0.6%	1.5%	3.7%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	15.9%	1.3%	3.6%	6.7%
Đầu tư vào công ty LDLK	-	-	-	-	ROAA	10.5%	0.8%	2.2%	3.7%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	10	10	10	10	ROIC	12.7%	1.0%	2.8%	4.3%
Tài sản dài hạn khác	638	2,294	2,468	2,631	Vòng quay tài sản	178.6%	140.6%	149.7%	102.5%
Tổng tài sản	86,595	88,387	94,774	109,341	Cổ tức chi trả/LN ròng	25.0%	296.1%	0.0%	39.5%
Vay & nợ ngắn hạn	10,970	15,857	14,523	16,244	Tổng nợ vay/VCSH	19.2%	28.6%	30.8%	53.5%
Phải trả người bán	14,616	14,473	14,634	10,327	Nợ vay ròng/VCSH	-10.5%	-23.7%	4.1%	14.2%
Phải trả ngắn hạn khác	2,856	1,654	5,281	9,179	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-7.0%	-14.9%	2.4%	7.5%
Tổng nợ ngắn hạn	28,442	31,984	34,438	35,750	Khả năng thanh toán lãi vay	28.2	(2.8)	3.9	7.3
Vay & nợ dài hạn	-	-	2,912	14,268	Số ngày phải thu	35	35	35	35
Các khoản phải trả khác	884	865	839	791	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	41	47	41	41
Tổng nợ dài hạn	884	865	3,751	15,058	Số ngày phải trả tiền bán	39	43	40	38
Tổng nợ	29,326	32,849	38,188	50,808	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.4	2.2	2.1	1.9
Vốn điều lệ	31,005	31,005	50,073	50,073	Khả năng thanh toán nhanh	1.9	1.7	1.7	1.6
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.3	1.3	1.2	1.3
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Định giá				
LN giữ lại	16,340	11,826	4,850	6,061	EPS (đồng/cp)	2,790	237	659	1,225
Các quỹ thuộc VCSH	10,048	12,675	1,640	2,396	BVPS (đồng/cp)	18,511	17,902	18,246	18,881
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	P/E (lần)	5.8	67.7	25.9	13.9
Vốn chủ sở hữu	57,393	55,506	56,563	58,530	P/B (lần)	0.9	0.9	0.9	0.9
Lợi ích cổ đông thiểu số	(125)	32	22	3	Tiền mặt ròng/cp	5,422	5,424	5,595	5,686
Tổng vốn chủ sở hữu	57,269	55,538	56,585	58,533	Tỷ suất cổ tức	2.7%	2.7%	0.0%	0.0%
Tổng nợ và VCSH	86,595	88,387	94,774	109,341					

(*) Lưu ý: Các phần dữ liệu có dấu (*) được tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành tại cuối năm 2024 để đồng nhất cơ sở so sánh

Nguồn: BSR, MBS Research dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Đinh Hà Anh</i> <i>Võ Đức Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyện</i> <i>Phạm Thị Thanh Hương</i>	Bất động sản - VLXD <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>
	Công nghiệp – Năng lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Mai Duy Anh</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>