

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (HSX: BSR)

KHUYẾN NGHỊ: KKN

Giá mục tiêu: NA

Upside: NA

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q4/2025: Doanh thu thuần đạt 37,621 tỷ VND (+5% YoY, +7% QoQ), LNST-CĐTĐTS đạt 3,034 tỷ VND (tăng mạnh so với mức lỗ 84 tỷ cùng kỳ và +234% QoQ), nhờ:

- (i) Sản lượng tiêu thụ đạt mức cao **2.0 triệu tấn** (+1% YoY, +4% QoQ), sản lượng 2025 đạt kỷ lục **7.8 triệu tấn** (+21% YoY)
- (ii) Giá bán bình quân phục hồi so với nền thấp cùng kỳ, đạt 18,179 VND/lít đi ngang so với quý trước.
- **Biên lợi nhuận gộp đạt 9.7% (+9.1 đpt YoY, +6.8 đpt QoQ)**, cải thiện mạnh mẽ nhờ:
 - (i) Sự bứt phá của Crack Spread các sản phẩm chủ lực, tiêu biểu là Jet A1 (biên LNG đạt 23%) và DO (biên LNG đạt 15%).
 - (ii) Giá dầu thô đầu vào duy trì ổn định quanh mức 63.0 USD/thùng (+1% QoQ).
- **Chi phí BH & QLDN ở mức 562 tỷ VND (+44% YoY, +65% QoQ)**, tương đương **1.5% doanh thu** (tăng +0.4 đpt YoY). Chi phí tăng chủ yếu do đẩy mạnh các dịch vụ mua ngoài phục vụ vận hành và xuất bán hàng dịp cuối năm.
- **Thu nhập tài chính ròng Q4/2025 đạt 358 tỷ VND (+175% YoY, -8% QoQ):**
 - Lãi tiền gửi ròng: **329 tỷ VND** (+38% YoY, +14% QoQ) – tiếp tục là nguồn thu nhập cốt lõi.
 - Lãi tỷ giá ròng: **29 tỷ VND** (cải thiện mạnh so với mức lỗ 107 tỷ cùng kỳ). Lỗ tỷ giá giảm -91% YoY xuống còn 18 tỷ VND.

Lũy kế cả năm 2025: DTT đạt **141,579 tỷ VND** (+15% YoY), LNST-CĐTĐTS đạt **5,186 tỷ VND** (+722% YoY).

ĐÁNH GIÁ CỦA BSC VÀ TRIỂN VỌNG 2026

KQKD Q4/2025 vượt dự phóng của BSC chủ yếu do Crack Spread các mặt hàng chủ lực tăng mạnh so với cùng kỳ và quý trước. Lợi nhuận gộp bứt phá nhờ:

- (i) **Biên gộp Diesel tăng mạnh lên 15%**, cải thiện đáng kể so với mức 11% của Q3/2025 và mức lỗ gộp cùng kỳ năm trước.
- (ii) **Biên gộp Jet A1 đạt 23.0%**, cao vượt trội so với mức trung bình 14% – 15% của Q3/2025 và cùng kỳ.

Thông tin chú ý: (i) Triển vọng 2026 & Cập nhật diễn biến crack spread ([Trang 2](#)) và (ii) Tác động sự kiện Iran – Israel ([Trang 3](#))

KQKD	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	147,423	123,027	141,578	140,351
Lợi nhuận gộp	9,760	491	6,049	5,651
LNST-CĐTĐTS	8,650	631	5,186	5,259
EPS	2,789	203	1,035	1,039

BÁO CÁO CẬP NHẬT

06/03/2026 - HOSE: BSR

Trung tâm phân tích BSC

Lưu Thuỳ Linh

(Chuyên viên phân tích)

Linhlt2@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	37,050
Cổ phiếu LH (Triệu):	5,007
Vốn hoá (Tỷ VND):	156,228
Thanh khoản 30n (Triệu):	21.4
Sở hữu nước ngoài:	1.3%

Mở tài khoản



Triển vọng 2026

Dự phóng 2026: BSC dự phóng doanh thu thuần đạt **140,351 tỷ VND** (tương đương 2025) và LNST đạt **5,259 tỷ VND** (+1.4% YoY). BSC dự kiến **GIỮ NGUYÊN** dự phóng trong thời gian tới.

Crack spread: Hưởng lợi từ biến động địa chính trị, thận trọng trong nửa cuối năm

BSC dự báo lợi nhuận BSR sẽ bứt phá mạnh trong Q1/2026 nhờ hưởng lợi từ "lãi hàng tồn kho" và Crack Spread nới rộng do căng thẳng tại eo biển Hormuz, trước khi đối mặt với rủi ro thu hẹp biên lợi nhuận từ nửa sau năm 2026.

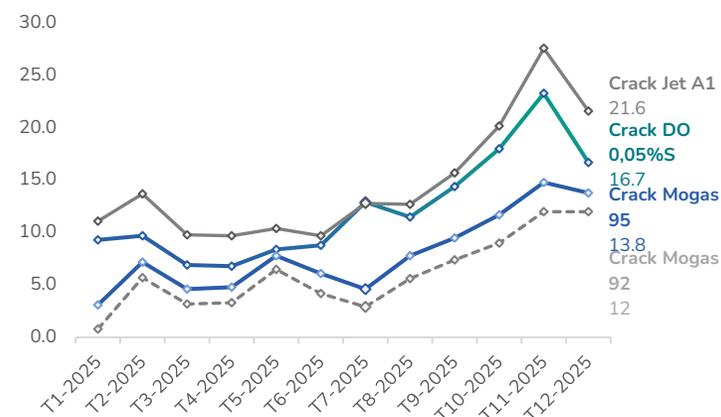
- **Bứt phá trong Q1/2026:** Căng thẳng tại khu vực eo biển Hormuz đang tạo áp lực gián đoạn nguồn cung sản phẩm tinh chế toàn cầu, đẩy Crack Spread thực tế 2 tháng đầu năm neo ở mức rất cao (Diesel đạt **18.3 USD/thùng**; Mogas 95 đạt **12.5 USD/thùng**). Nhờ duy trì chu kỳ tồn kho trung bình từ 40 - 55 ngày, BSR dự kiến ghi nhận mức "lãi hàng tồn kho" đột biến trong quý 1 khi chế biến nguồn dầu thô đầu vào giá thấp và xuất bán theo mặt bằng giá thành phẩm đang leo thang.
- **Rủi ro thu hẹp biên lợi nhuận (H2/2026):** BSC giữ quan điểm thận trọng từ nửa cuối năm khi thị trường bước vào pha điều chỉnh cán cân cung - cầu. Áp lực đội cung từ các đại dự án lọc dầu mới tại khu vực Trung Đông và Đông Nam Á (điển hình như Balikpapan) gia tăng công suất chạy máy, kết hợp với làn sóng hàng xuất khẩu từ Mỹ, sẽ tạo sức ép lớn lên giá khu vực. Dự báo Crack Spread sẽ bình thường hóa về cuối năm, điều chỉnh xuống vùng **12.0 - 13.0 USD/thùng** đối với Diesel và **7.5 - 8.5 USD/thùng** đối với Mogas 95.

Cập nhật dự án trọng điểm

(i) Dự án nâng cấp, mở rộng NMLD Dung Quất: BSR đã ký HĐ thi công san lấp mặt bằng trị giá hơn 369 tỷ VND, dự kiến hoàn thành trong 10 tháng. Dự kiến việc lựa chọn nhà thầu EPC sẽ hoàn tất vào tháng 03/2026 và triển khai trong 37 tháng, hướng tới hoàn thành các hạng mục chính vào năm 2028.

(ii) Dự án nhiên liệu sinh học: Lộ trình bắt buộc sử dụng xăng E10 từ 2026 là động lực chính thúc đẩy mảng Ethanol. BSR đã tái khởi động Nhà máy Nhiên liệu sinh học Dung Quất từ cuối tháng 01/2026 và dự kiến có sản phẩm E10 thương mại trong quý 1/2026 với công suất tối đa khoảng 300,000m³ /tháng.

Hình: Crack Spread các sản phẩm – lập đỉnh T11/2025 USD



Nguồn: BSR, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

06/03/2026 - HOSE: BSR

KHUYẾN NGHỊ:	KKN
Giá mục tiêu:	NA
Upside:	NA

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	37,050
Cổ phiếu LH (Triệu):	5,007
Vốn hoá (Tỷ VND):	156,228
Thanh khoản 30n (Triệu):	21.4
Sở hữu nước ngoài:	1.3%

Cập nhật: Đánh giá tác động sự kiện Iran - Israel & Ứng phó chuỗi cung ứng tại BSR

I. TÁC ĐỘNG TỪ SỰ KIỆN IRAN - ISRAEL (2 KỊCH BẢN)

Kịch bản 1: Chiến sự ngắn hạn

Giá dầu tăng nhanh sẽ tạo cú hích lợi nhuận ngắn hạn cho các doanh nghiệp lọc dầu (như BSR) và bán lẻ xăng dầu nhờ hưởng lợi từ chênh lệch giá hàng tồn kho (inventory gain) đã tích lũy ở vùng giá thấp.

Kịch bản 2: Chiến sự kéo dài

Sự đứt gãy nguồn cung sản phẩm tinh chế từ Trung Đông tạo điều kiện nở rộng biên lọc dầu (crack spread), thúc đẩy trực tiếp lợi nhuận cốt lõi.

II. CẬP NHẬT ỨNG PHÓ RỦI RO CHUỖI CUNG ỨNG (BSR)

1. Hiện trạng & Áp lực nguồn cung

- **Bối cảnh:** Theo BSR, xung đột Trung Đông dự báo đẩy cước vận tải và phí bảo hiểm hàng hải tăng vọt **300-500%**.
- **Áp lực:** Nhà máy hiện phụ thuộc **30-35%** dầu thô nhập khẩu. Để duy trì công suất mục tiêu 118-120%, BSR đang chịu áp lực tìm nguồn bù đắp khoảng **0,9 - 1,3 triệu thùng/tháng** trong giai đoạn T5-T6/2026.
- **Kiến nghị khẩn:** BSR đề xuất cơ quan quản lý: **(1)** Tạm dừng xuất khẩu dầu thô nội địa đến hết Q3/2026; **(2)** Phê duyệt cơ chế mua chỉ định trực tiếp từ các mỏ trong nước (Ruby, BO, Chim Sáo).

2. Đánh giá tác động tài chính (Dưới rủi ro chiến sự kéo dài)

- **Rủi ro thu hẹp biên lợi nhuận:** Trong điều kiện thường, chi phí logistics và bảo hiểm ở mức 1,5 - 3 USD/thùng (2-4% giá CIF). Với mức tăng 300-500%, chi phí này sẽ vọt lên **6 - 15 USD/thùng**, ước tính làm giá vốn tăng thêm **4,5 - 12 USD/thùng** đối với nguồn dầu ngoại.
- **Độ trễ chuyển giá:** Giá bán đầu ra neo theo giá Platts Singapore và chi phí định mức do cơ quan quản lý cập nhật định kỳ (có độ trễ). BSR không thể lập tức chuyển phần cước biển tăng thêm vào giá bán, buộc phải hấp thụ chi phí, gây áp lực giảm biên lợi nhuận gộp ngắn hạn.
- **Kịch bản hỗ trợ:** Nếu kiến nghị ưu tiên nguồn dầu nội địa được thông qua, BSR sẽ loại trừ được rủi ro cước biển quốc tế, bảo đảm duy trì công suất và bảo vệ mốc lợi nhuận. Đồng thời, việc chủ động tăng tồn kho từ đầu năm 2026 dự kiến tiếp tục mang lại hiệu ứng tích cực từ đánh giá lại hàng tồn kho.

BÁO CÁO CẬP NHẬT

06/03/2026 - HOSE: BSR

KHUYẾN NGHỊ:	KKN
Giá mục tiêu:	NA
Upside:	NA

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	37,050
Cổ phiếu LH (Triệu):	5,007
Vốn hoá (Tỷ VND):	156,228
Thanh khoản 30n (Triệu):	21.4
Sở hữu nước ngoài:	1.3%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

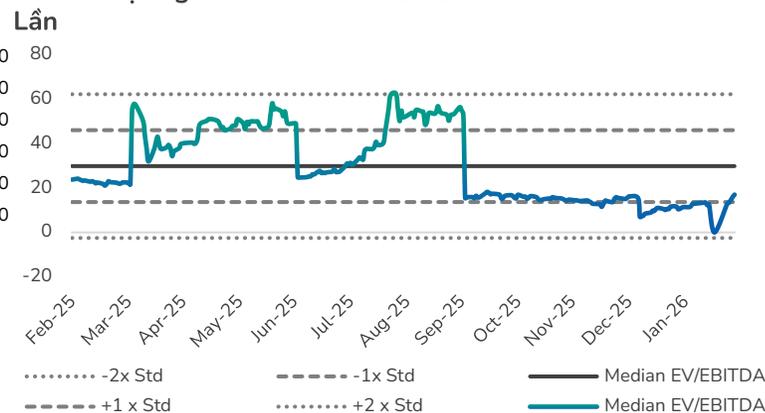
- BSC hiện **không đưa ra khuyến nghị** đối với cổ phiếu BSR (so với khuyến nghị **Nắm giữ** trong báo cáo gần nhất) do thị giá đã tăng mạnh (+130% từ vùng đáy tháng 12/2025) và **vượt khỏi vùng định giá cơ sở của chúng tôi**. Chúng tôi đánh giá mức giá giao dịch hiện tại đã phản ánh các kỳ vọng tích cực từ đà tăng Crack Spread và lãi hàng tồn kho trong ngắn hạn.
- Hiện tại, BSR đang được giao dịch quanh mức **P/E fw 2026F = 30.x** và **P/B fw 2026F = 2.1x**, lần lượt cao hơn +49% và +84% so với trung vị 5 năm, trong khi tốc độ tăng trưởng LNST dự phóng chưa thực sự tương xứng với đà tăng này. Tham khảo báo cáo BSR gần nhất của BSC [tại đây](#).

Hình 1: Giá cổ phiếu BSR và VnIndex



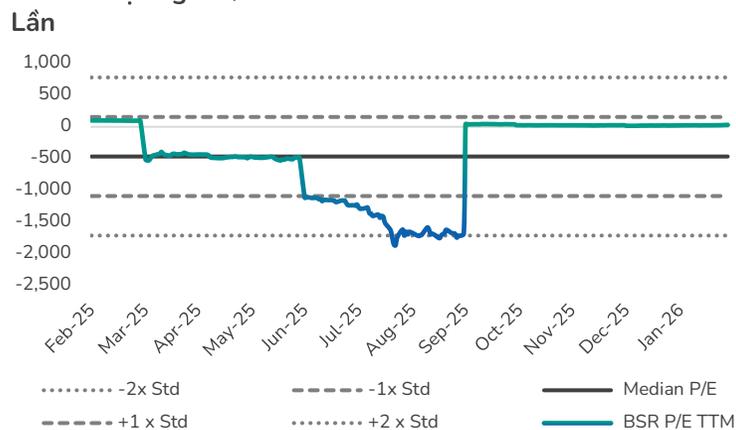
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 2: Định giá EV/EBITDA của BSR



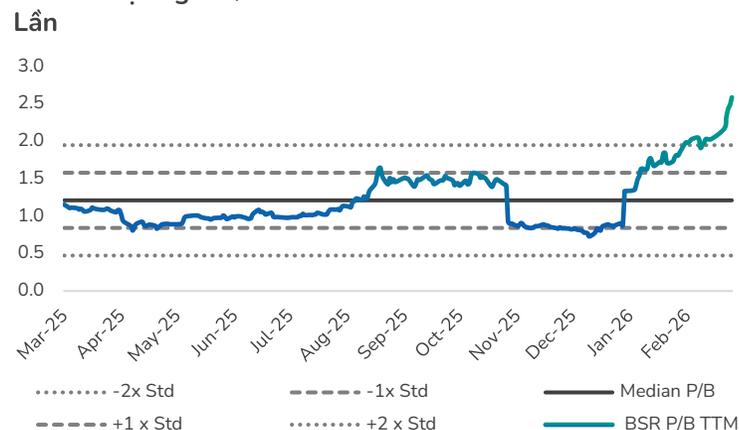
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 3: Định giá P/E của BSR



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 4: Định giá P/B của BSR



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

06/03/2026 - HOSE: BSR

KHUYẾN NGHỊ:	KKN
Giá mục tiêu:	NA
Upside:	NA

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	37,050
Cổ phiếu LH (Triệu):	5,007
Vốn hoá (Tỷ VND):	156,228
Thanh khoản 30n (Triệu):	21.4
Sở hữu nước ngoài:	1.3%

BẢNG TÓM TẮT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q4/2025

Tỷ VND	Q4.2025	%QoQ	% YoY	2025	2024	% YoY
Doanh thu thuần	37,621	7%	5%	141,579	123,027	15%
DO	16,274	10%	191%	60,518	49,842	21%
RON95	12,595	3%	256%	46,689	37,633	24%
RON92	1,555	-20%	-71%	8,579	12,406	-31%
Jet A1	2,260	-13%	0%	9,630	9,627	0%
LPG	1,790	-1%	139%	7,648	6,608	16%
Khác	72	392%	-293%	106	114	-7%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	2,014	4%	1%	7,817	6,458	21%
Giá bán bình quân (Tr.VND/tấn)	18,179	0%	94%	17,984	18,922	-5%
USD/VND	26,326	0%	3%	26,024	25,077	4%
Crude oil	63	1%	-12%	68	80	-15%

Nguồn: BSR, BSC Research

Tình hình kinh doanh – sản lượng tiêu thụ đạt mức kỷ lục

Doanh thu Q4/2025 đạt **37,621 tỷ VND** (+7% QoQ, +5% YoY). Sản lượng tiêu thụ cả năm đạt kỷ lục 7.82 triệu tấn (+21% YoY), bù đắp cho giá bán bình quân giảm -5% YoY.

- **DO và RON95** động lực tăng trưởng chính, đóng góp **77%** doanh thu quý với mức tăng lần lượt +191% và +256% YoY. Biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể và lần lượt đạt 15%/1% trong quý 4 so với cùng kỳ lỗ gộp.
- **Jet A1** duy trì biên lợi nhuận khả quan ở mức **23%**; mảng LPG tăng mạnh +139% YoY dù đi ngang so với quý trước.
- Giá dầu thô giảm -15% YoY và tỷ giá USD/VND tăng +4% YoY trong năm 2025 tiếp tục gây áp lực lên biên lợi nhuận;

BÁO CÁO CẬP NHẬT

06/03/2026 - HOSE: BSR

KHUYẾN NGHỊ: KKN

Giá mục tiêu: NA

Upside: NA

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 37,050

Cổ phiếu LH (Triệu): 5,007

Vốn hoá (Tỷ VND): 156,228

Thanh khoản 30n (Triệu): 21.4

Sở hữu nước ngoài: 1.3%

BẢNG TÓM TẮT KQKD QUÝ 4/2025

Triệu đồng	Q4.2025	%QoQ	%YoY	2025	2024	%YoY
DT thuần	37,621	7%	5%	141,579	123,027	15%
Giá vốn	(33,980)	-1%	-5%	(135,516)	(122,536)	11%
Lãi gộp	3,641	261%	1660%	6,063	491	1135%
DT tài chính	451	-19%	10%	1,913	2,230	-14%
CP tài chính	(92)	-44%	-67%	(481)	(800)	-40%
Lãi vay	(74)	1%	-10%	(274)	(261)	5%
Lãi từ CTLK	-			-	-	
CP BH	(282)	44%	31%	(824)	(652)	26%
CP QLDN	(280)	92%	58%	(742)	(561)	32%
Lãi từ HĐKD	3,438	225%	NA	5,929	708	737%
TN khác, rỗng	(0)	-98%	40%	(12)	(2)	453%
LNTT	3,443	228%	NA	5,947	736	708%
Thuế	(409)	186%	1000%	(758)	(145)	423%
LNST	3,035	234%	NA	5,190	591	778%
CĐTS	1			3	(40)	
LNST-CĐTS	3,034	234%	NA	5,186	631	722%

Chỉ số

Biên LNG	9.7%	+6.8 đpt	+9.1 đpt	4.3%	0.4%	+3.9 đpt
Biên LNR	8%	+5.5 đpt	+8.3 đpt	3.7%	0.5%	+3.2 đpt
SG&A/DT	1%	+0.5 đpt	+0.4 đpt	1.1%	1.0%	+0.1 đpt

Nguồn: BSR, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

06/03/2026 - HOSE: BSR

KHUYẾN NGHỊ: KKN

Giá mục tiêu: NA

Upside: NA

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 37,050

Cổ phiếu LH (Triệu): 5,007

Vốn hoá (Tỷ VND): 156,228

Thanh khoản 30n (Triệu): 21.4

Sở hữu nước ngoài: 1.3%

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc KKN chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
KKN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ví mô – Thị Trường

Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất Động Sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, KKN chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2025 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

