

# TCT Lọc hóa dầu Việt Nam (BSR)

## Triển vọng lợi nhuận tích cực trong ngắn hạn

11/09/2026

Chuyên viên phân tích Trần Thị Ngọc Quỳnh

(+84) 24-7303-5333

quynhhtt@kbsec.com.vn

**Doanh thu và LNST-CĐTS 2Q2026 tiếp tục tăng trưởng tốt, được hỗ trợ bởi đà tăng của crack spread**

Trong Q2/2026, doanh thu BSR tăng 60% YoY nhờ giá nhiên liệu tăng mạnh trong bối cảnh nguồn cung gián đoạn do xung đột Trung Đông. LNST-CĐTS tăng 807% YoY, được hỗ trợ bởi crack spread của bốn sản phẩm lọc dầu chủ lực tăng mạnh do nguồn cung thắt chặt.

**Biên lợi nhuận duy trì ở mức cao trong ngắn hạn nhờ crack spread bùng nổ, nhưng có thể biến động mạnh**

Xung đột quân sự Mỹ – Iran gây gián đoạn nghiêm trọng dòng chảy dầu qua Eo biển Hormuz, thắt chặt nguồn cung dầu thô và thành phẩm, đẩy giá Brent lên quanh 100 USD/thùng và đưa crack spread tại châu Á đạt đỉnh và duy trì ở vùng cao từ tháng 3 đến nay. Diễn biến crack spread thời gian tới sẽ phụ thuộc đáng kể vào diễn biến chiến sự tại Eo biển Hormuz và tốc độ khôi phục lưu thông qua Eo biển này.

**Biên lợi nhuận trung và dài hạn chịu áp lực từ rủi ro dư cung dầu**

Triển vọng lợi nhuận trung và dài hạn của BSR chịu áp lực khi cán cân cung – cầu dầu toàn cầu được dự báo chuyển sang dư cung trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, nhu cầu tái tích lũy tồn kho dầu toàn cầu có thể phần nào hấp thụ lượng cung dư thừa và hạn chế mức độ thu hẹp crack spread.

**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 32,200 VND/cổ phiếu**

Kết hợp 2 phương pháp FCFF và EV/EBITDA định giá cổ phiếu BSR chúng tôi đưa ra khuyến nghị Mua với mức giá mục tiêu 32,200 VND/cổ phiếu, tương ứng mức upside 16.9% so với giá đóng cửa ngày 11/09/2026. Chúng tôi áp dụng mức EV/EBITDA mục tiêu là 15.8 lần, bằng với mức chuẩn trung bình 5 năm của cổ phiếu.

## MUA Thay đổi

| Giá mục tiêu                       | VND32,200   |
|------------------------------------|-------------|
| Tổng mức sinh lời (%)              | 16.9%       |
| Giá hiện tại (11/09/2026)          | VND27,550   |
| Giá mục tiêu đồng thuận            | VND30,500   |
| Vốn hóa thị trường (tỷ VND/tỷ USD) | 136,950/5.3 |

### Dữ liệu giao dịch

|                                    |             |
|------------------------------------|-------------|
| Tỉ lệ free-float (%)               | 8.0%        |
| GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD) | 237.4/9.1   |
| Sở hữu nước ngoài (%)              | 1.1%        |
| Cổ đông lớn (%)                    | PVN (92.1%) |

### Biến động giá cổ phiếu

| (%)       | 1M  | 3M   | 6M    | 12M  |
|-----------|-----|------|-------|------|
| Tuyệt đối | 2.0 | -1.8 | -10.7 | 10.0 |
| Tương đối | 8.2 | -6.4 | -28.5 | 59.7 |

### Dự phóng LQLD & định giá

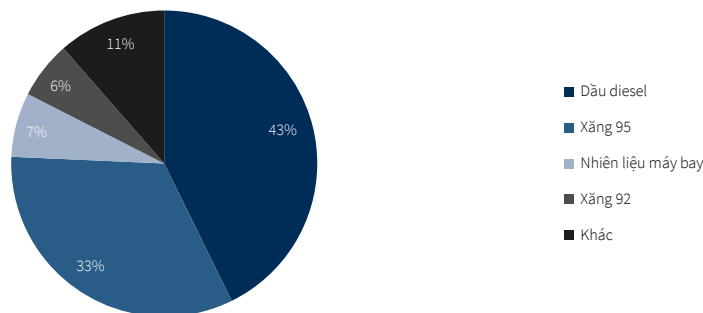
| Năm tài chính        | 2024    | 2025    | 2026F   | 2027F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (tỷ VND)   | 123,027 | 141,582 | 202,574 | 128,220 |
| EBIT (tỷ VND)        | (722)   | 4,538   | 18,597  | 3,388   |
| LN sau CĐTS (tỷ VND) | 631     | 5,214   | 18,056  | 4,785   |
| EPS (VND)            | 203     | 1,040   | 2,885   | 764     |
| Thay đổi EPS (%)     | -92.7   | 412.3   | 177.4   | -73.5   |
| P/E (x)              | 123.6   | 24.1    | 10.8    | 40.7    |
| P/B (x)              | 1.4     | 2.1     | 2.0     | 1.9     |
| ROE (%)              | 1.1     | 8.6     | 23.3    | 5.8     |
| Tỷ suất cổ tức (%)   | 0.0     | 0.7     | 0.6     | 0.0     |

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cấu trúc doanh thu 2025



## Hoạt động kinh doanh

Công ty Cổ phần Lọc – Hóa dầu Bình Sơn (BSR) được thành lập năm 2008. Công ty là đơn vị quản lý vận hành Nhà máy lọc dầu Dung Quất có tổng vốn đầu tư trên 3 tỷ USD, công suất chế biến 6.5 triệu tấn dầu thô/năm. Công ty hiện đáp ứng khoảng 30-35% nhu cầu xăng dầu của Việt Nam.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Điểm nhấn đầu tư

Biên lợi nhuận duy trì ở mức cao trong ngắn hạn nhờ crack spread bùng nổ, nhưng chỉ mang tính thời điểm.  
Biên lợi nhuận trung và dài hạn chịu áp lực từ rủi ro dư cung dầu, kéo crack spread hạ nhiệt.  
Dự án Nâng cấp, mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất đã bước vào giai đoạn triển khai EPC, đánh dấu bước tiến quan trọng trong quá trình nâng cao năng lực chế biến của BSR.

## Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo  
Chi tiết ở phần dưới của báo cáo  
Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

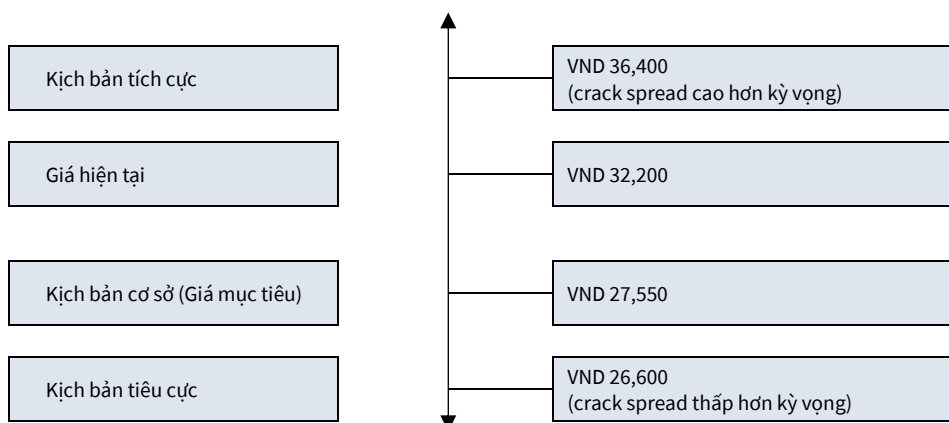
## Dự phóng kết quả kinh doanh

| (tỷ VND)  | Dự phóng của KBSV |         | Thay đổi với kỳ trước |       | Dự phóng đồng thuận* |         | Chênh lệch |       |
|-----------|-------------------|---------|-----------------------|-------|----------------------|---------|------------|-------|
|           | 2026E             | 2027E   | 2026E                 | 2027E | 2026E                | 2027E   | 2026E      | 2027E |
| Doanh thu | 202,574           | 128,220 | 4%                    | 0%    | 186,922              | 160,128 | 8%         | -20%  |
| EBIT      | 18,597            | 3,388   | 79%                   | 0%    | 30,875               | 17,203  | -40%       | -80%  |
| LNST-CĐTS | 18,056            | 4,785   | 69%                   | 0%    | 27,384               | 15,547  | -34%       | -69%  |

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Quan điểm định giá



## Kịch bản cơ sở:

- 1) Brent 2026F: 85 USD/thùng
- 2) Crack spread bình quân 2026-2030F: 12 USD/thùng

## Kịch bản tích cực:

- 1) Brent 2026F: 100 USD/thùng
- 2) Crack spread bình quân 2026-2030F: 14 USD/thùng

## Kịch bản tiêu cực:

- 1) Brent 2026F: 70 USD/thùng
- 2) Crack spread bình quân 2026-2030F: 11 USD/thùng

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

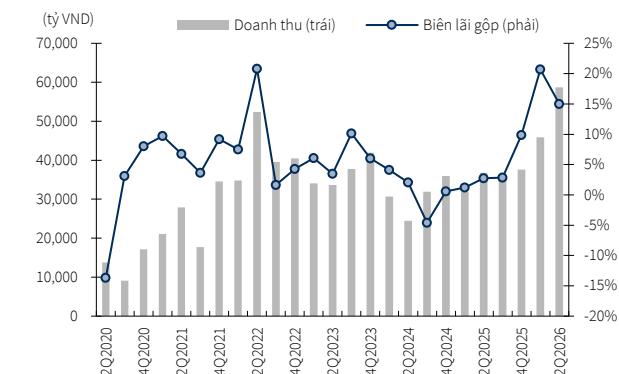
**Doanh thu và LNST-CĐTS 2Q2026 tiếp tục tăng trưởng tốt, được hỗ trợ bởi đà tăng của crack spread**

Trong Q2/2026, doanh thu BSR tăng 60% YoY nhờ giá nhiên liệu tăng mạnh trong bối cảnh nguồn cung gián đoạn do xung đột Trung Đông. LNST-CĐTS tăng 807% YoY, được hỗ trợ bởi crack spread của bốn sản phẩm lọc dầu chủ lực tăng mạnh do nguồn cung thắt chặt. So với đầu năm, crack spread của cả bốn nhóm sản phẩm duy trì ở mức cao, giúp biên lợi nhuận gộp của BSR cải thiện khoảng +12 ppts svck.

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh Q1/2026**

| (tỷ VNĐ)                              | Q2/2025       | Q2/2026       | +/-%YoY        | 1H2025        | 1H2026         | +/-%YoY        | Chú thích                                                                                                                                                       |
|---------------------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu</b>                      | <b>36,772</b> | <b>58,716</b> | <b>60%</b>     | <b>68,667</b> | <b>104,636</b> | <b>52%</b>     | Doanh thu Q2/2026 tăng đột biến, được hỗ trợ bởi giá dầu thành phẩm tăng lên mức cao kỷ lục trong bối cảnh nguồn cung thắt chặt do Eo biển Hormuz bị gián đoạn. |
| Dầu diesel                            | 16,105        | 25,618        | 59%            | 29,433        | 46,800         | 59%            |                                                                                                                                                                 |
| Xăng 95                               | 11,770        | 13,433        | 14%            | 21,847        | 28,070         | 28%            |                                                                                                                                                                 |
| Xăng 92                               | 2,468         | 6,407         | 160%           | 5,088         | 7,989          | 57%            |                                                                                                                                                                 |
| Nhiên liệu máy bay (Jet A1)           | 2,416         | 4,570         | 89%            | 4,767         | 8,166          | 71%            |                                                                                                                                                                 |
| Tổng sản lượng (nghìn tấn)            | 2,125         | 1,998         | -6%            | 3,860         | 4,028          | 4%             |                                                                                                                                                                 |
| Sản lượng Dầu diesel (nghìn tấn)      | 923           | 1,080         | 17%            | 1,676         | 1,962          | 17%            |                                                                                                                                                                 |
| Sản lượng Xăng 95 (nghìn tấn)         | 658           | 770           | 17%            | 1,195         | 1,398          | 17%            |                                                                                                                                                                 |
| Sản lượng Xăng 92 (nghìn tấn)         | 162.2         | 189.8         | 17%            | 294.6         | 344.8          | 17%            |                                                                                                                                                                 |
| Sản lượng Jet A1 (nghìn tấn)          | 148.5         | 173.8         | 17%            | 269.7         | 315.6          | 17%            |                                                                                                                                                                 |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>1,016</b>  | <b>8,798</b>  | <b>766%</b>    | <b>1,399</b>  | <b>18,304</b>  | <b>1,209%</b>  | Biên lợi nhuận mở rộng đáng kể nhờ crack spread các sản phẩm lọc dầu tăng đột biến, qua đó thúc đẩy lợi nhuận gộp tăng 766% yoy.                                |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>             | <i>3%</i>     | <i>15%</i>    | <i>12 ppts</i> | <i>2%</i>     | <i>17%</i>     | <i>15 ppts</i> |                                                                                                                                                                 |
| Thu nhập tài chính                    | 445           | 583           | 31%            | 910           | 1,113          | 22%            |                                                                                                                                                                 |
| Chi phí tài chính                     | 122           | 279           | 129%           | 225           | 530            | 136%           |                                                                                                                                                                 |
| SG&A                                  | -379          | -460          | 21%            | -662          | -1,010         | 53%            |                                                                                                                                                                 |
| <b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>961</b>    | <b>8,642</b>  | <b>799%</b>    | <b>1,422</b>  | <b>17,877</b>  | <b>1,157%</b>  |                                                                                                                                                                 |
| Thu nhập khác                         | 20            | 35            | 76%            | 30            | 49             | 60%            |                                                                                                                                                                 |
| Lợi nhuận trước thuế                  | 981           | 8,677         | <b>785%</b>    | 1,453         | 17,926         | 1,134%         |                                                                                                                                                                 |
| Lợi nhuận sau thuế                    | <b>847</b>    | <b>7,667</b>  | <b>806%</b>    | <b>1,246</b>  | <b>15,933</b>  | <b>1,179%</b>  |                                                                                                                                                                 |
| <b>LNST-CĐTS</b>                      | <b>846</b>    | <b>7,666</b>  | <b>807%</b>    | <b>1,244</b>  | <b>15,931</b>  | <b>1,180%</b>  |                                                                                                                                                                 |
| <i>Biên LNST-CĐTS</i>                 | <i>2%</i>     | <i>13%</i>    | <i>11 ppts</i> | <i>2%</i>     | <i>15%</i>     | <i>13 ppts</i> |                                                                                                                                                                 |

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh BSR, 2020-2026**

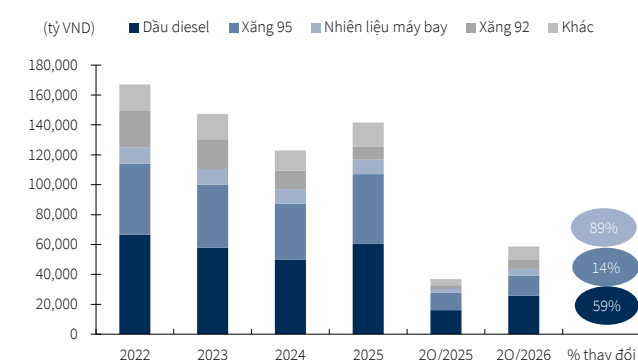
Nguồn: BSR, KBSV

**Biên lợi nhuận duy trì ở mức cao trong ngắn hạn nhờ crack spread bùng nổ, nhưng có thể biến động mạnh**

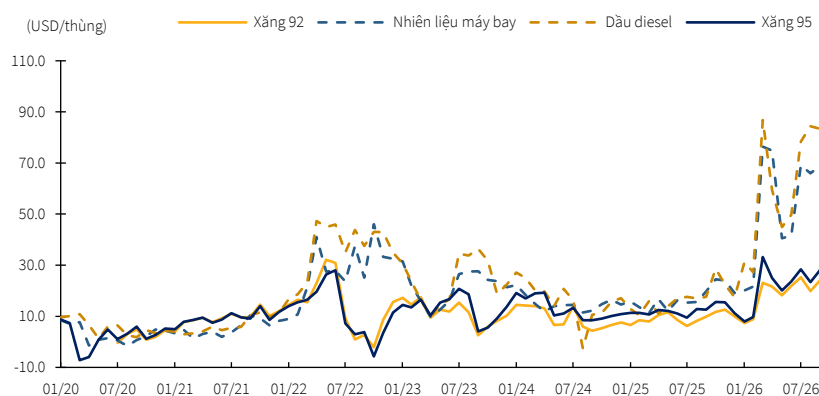
Xung đột quân sự Mỹ – Iran gây gián đoạn nghiêm trọng dòng chảy dầu qua Eo biển Hormuz, thắt chặt nguồn cung dầu thô và thành phẩm, đẩy giá Brent lên quanh 100 USD/thùng và đưa crack spread tại châu Á đạt đỉnh và duy trì ở vùng cao từ tháng 3 đến nay. Chúng tôi cho rằng mặt bằng crack spread hiện tại chủ yếu phản ánh tình trạng siết nguồn cung do yếu tố địa chính trị, khó duy trì trong dài hạn. Diễn biến crack spread thời gian tới sẽ phụ thuộc đáng kể vào diễn biến chiến sự tại Eo biển Hormuz và tốc độ khôi phục lưu thông qua Eo biển này.

Với lợi thế xử lý dầu ngọt nhẹ trong nước và được ưu tiên phân bổ nguồn cung, BSR đã đảm bảo feedstock đến hết năm 2026, qua đó duy trì hoạt động sản xuất ổn định. BSR đồng thời tận dụng mặt bằng crack spread thuận lợi để nâng công suất vận hành lên 124% công suất thiết kế, giúp doanh nghiệp tối đa hóa lợi ích từ môi trường lọc dầu thuận lợi.

Crack spread liên tục giao động ở vùng cao lịch sử từ tháng 3/2026 đến nay, chủ yếu do nguồn cung sản phẩm lọc dầu thắt chặt khi dòng dầu thô đến châu Á bị gián đoạn nghiêm trọng. Trong khi đó, dư địa của các kho dự trữ chiến lược – vốn là bộ đệm để bình ổn thị trường – đã thu hẹp đáng kể sau các đợt giải phóng dự trữ liên tiếp.

**Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu của BSR, 2020-2026**

Nguồn: BSR, KBSV

**Biểu đồ 4. Crack spread các sản phẩm lọc dầu, 2020 - 2026**

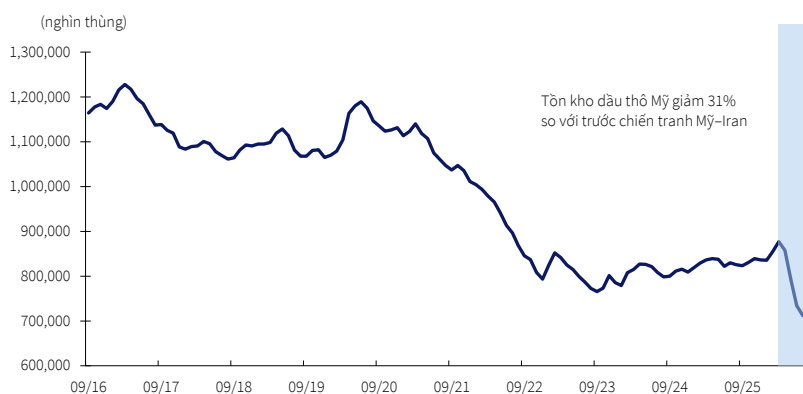
Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Biên lợi nhuận trung và dài hạn chịu áp lực từ rủi ro dư cung dầu

Hiện tồn kho dầu thô của Mỹ (bao gồm cả SPR) chạm mức 710 triệu thùng, giảm 31% so với thời điểm trước khi chiến sự tại Eo biển Hormuz bùng phát.

Triển vọng lợi nhuận trung và dài hạn của BSR chịu áp lực khi cán cân cung – cầu dầu toàn cầu được dự báo chuyển sang dư cung trong trung và dài hạn. Nguồn cung dư thừa gia tăng có thể gây áp lực lên giá dầu và thu hẹp crack spread, qua đó ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận lọc dầu của BSR. Tuy nhiên, nhu cầu tái tích lũy tồn kho dầu toàn cầu có thể phần nào hấp thụ lượng cung dư thừa và hạn chế mức độ thu hẹp crack spread. Theo IEA, trong giai đoạn khủng hoảng vừa qua, tổng lượng dầu tồn kho quan sát được (total observed oil stocks) đã giảm khoảng 410 triệu thùng, đưa tồn kho tại các quốc gia tiêu thụ lớn về mức thấp. Khi nguồn cung phục hồi, nhu cầu tái xây dựng tồn kho thương mại và dự trữ chiến lược được kỳ vọng sẽ tạo thêm lực cầu, qua đó phần nào cân bằng nguồn cung gia tăng và hỗ trợ mặt bằng biên lợi nhuận lọc dầu.

**Biểu đồ 5. Dự trữ dầu thô của Mỹ, 2016 - 2026**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Dự án Nâng cấp, mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất đã bước vào giai đoạn triển khai EPC

Dự án Nâng cấp, mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất (NCRM) đã chính thức bước vào giai đoạn triển khai hợp đồng EPC sau một thời gian dài trì hoãn ở khâu lựa chọn nhà thầu. Hợp đồng EPC trị giá khoảng 1.2 tỷ USD, tương đương phần lớn trong tổng mức đầu tư điều chỉnh gần 1.5 tỷ USD của dự án, đã được BSR ký kết với Liên danh Nhà thầu Chengda - BPE vào ngày 9/7/2026, và cuộc họp khởi động (kick-off) đã diễn ra ngày 21/8/2026 để rà soát các mục tiêu kỹ thuật trọng yếu. Về quy mô, dự án sẽ nâng công suất chế biến của nhà máy từ 148,000 thùng/ngày lên 171,000 thùng/ngày (tương đương +15.5%), nhằm gia tăng tính linh hoạt trong lựa chọn dầu thô đầu vào và nâng tiêu chuẩn sản phẩm lên mức khí thải Euro V - đón đầu lộ trình siết tiêu chuẩn nhiên liệu trong nước.

## DỰ PHỎNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

**Bảng 6. Dự phóng Kết quả kinh doanh**

| (tỷ VNĐ)                              | 2025           | 2026F          | +/-%YoY     | 2027F          | +/-%YoY     | Chú thích                                                                                                                                                                                                                              |
|---------------------------------------|----------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu</b>                      | <b>141,582</b> | <b>202,574</b> | <b>43%</b>  | <b>128,220</b> | <b>-37%</b> | Dự báo doanh thu 2026F tăng mạnh nhờ giá bán các sản phẩm lọc dầu duy trì ở mức cao. Sang năm 2027F, kết quả kinh doanh dự kiến điều chỉnh giảm do nhà máy tạm dừng hoạt động khoảng 50 ngày để thực hiện đợt bảo dưỡng định kỳ (TA6). |
| Diesel DO                             | 60,489         | 83,240         | 38%         | 52,793         | -37%        |                                                                                                                                                                                                                                        |
| Mogas 95                              | 46,689         | 56,359         | 21%         | 38,001         | -33%        |                                                                                                                                                                                                                                        |
| Mogas 92                              | 8,579          | 24,405         | 184%        | 12,678         | -48%        |                                                                                                                                                                                                                                        |
| Jet A1                                | 9,630          | 15,398         | 60%         | 10,081         | -35%        |                                                                                                                                                                                                                                        |
| Khác                                  | 16,196         | 23,171         | 43%         | 14,666         | -37%        |                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>6,114</b>   | <b>20,851</b>  | <b>241%</b> | <b>4,815</b>   | <b>-77%</b> | Điều chỉnh tăng lợi nhuận gộp 2026F do biên lợi nhuận gộp được hưởng lợi từ xu hướng tăng crack spread. Biên lợi nhuận thu hẹp trong 2027F do áp lực điều chỉnh crack spread.                                                          |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>             | 4%             | 10%            | 6 ppts      | 4%             | -7 ppts     |                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Doanh thu tài chính</b>            | 1,917          | 2,082          | 9%          | 2,734          | 31%         |                                                                                                                                                                                                                                        |
| Chi phí tài chính                     | 481            | 635            | 32%         | 833            | 31%         |                                                                                                                                                                                                                                        |
| Lãi/lỗ từ công ty LD. LK              | 0              | 0              | N/A         | 0              | N/A         |                                                                                                                                                                                                                                        |
| SG&A                                  | 1,576          | 2,255          | 43%         | 1,427          | -37%        |                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>4,538</b>   | <b>18,597</b>  | <b>310%</b> | <b>3,388</b>   | <b>-82%</b> |                                                                                                                                                                                                                                        |
| Thu nhập khác                         | 30             | 30             | 0%          | 30             | 0%          |                                                                                                                                                                                                                                        |
| Lợi nhuận trước thuế                  | 6,005          | 20,075         | 234%        | 5,320          | -74%        |                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>             | <b>5,217</b>   | <b>18,067</b>  | <b>246%</b> | <b>4,788</b>   | <b>-74%</b> |                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>LNST-CĐTS</b>                      | <b>5,214</b>   | <b>18,056</b>  | <b>246%</b> | <b>4,785</b>   | <b>-74%</b> |                                                                                                                                                                                                                                        |
| <i>Biên LNST</i>                      | 4%             | 9%             | 5 ppts      | 4%             | -5 ppts     |                                                                                                                                                                                                                                        |

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 32,200 VND/cổ phiếu

Diễn biến giá cổ phiếu BSR đã tăng mạnh, đạt đỉnh vào tháng 3 trước khi điều chỉnh và dao động quanh vùng giá hiện tại. Biên lợi nhuận BSR được kỳ vọng duy trì ở mức cao trong ngắn hạn nhờ crack spread thuận lợi, dù mức cao hiện tại mang tính thời điểm. Trong trung hạn, crack spread có khả năng hạ nhiệt khi thị trường dầu chuyển sang trạng thái dư cung, gây áp lực lên biên lợi nhuận. Ở chiều dài hạn, dự án NCMR Dung Quất đã bước vào giai đoạn triển khai EPC, là động lực tăng trưởng chính giúp BSR nâng công suất và cải thiện năng lực chế biến.

Kết hợp 2 phương pháp FCFF và EV/EBITDA định giá cổ phiếu BSR chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 32,200 VND/cổ phiếu, tương ứng mức upside 16.9% so với giá đóng cửa ngày 11/09/2026. Chúng tôi áp dụng mức EV/EBITDA mục tiêu là 15.8 lần, bằng với mức chuẩn trung bình 5 năm của cổ phiếu.

**Bảng 7. Định giá FCFF**

| (tỷ VND)                                    | 2026F        | 2027F         | 2028F        | 2029F        | 2030F         |
|---------------------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| Lợi nhuận ròng                              | 18,067       | 4,788         | 9,199        | 10,415       | 10,891        |
| (+) Khấu hao                                | 2,180        | 2,199         | 2,130        | 3,326        | 3,694         |
| (+) Lãi vay*(1-t)                           | 325          | 427           | 420          | 498          | 603           |
| (+/-) Thay đổi vốn lưu động                 | -1,610       | 3,384         | -1,483       | -2,992       | -716          |
| (+/-) CAPEX                                 | -11,225      | -13,122       | -5,810       | -474         | -487          |
| FCFF                                        | 5,654        | -5,059        | 1,763        | 7,583        | 10,118        |
| <b>Giá trị hiện tại FCFF</b>                | <b>5,654</b> | <b>-4,401</b> | <b>1,334</b> | <b>4,991</b> | <b>5,794</b>  |
| Tổng giá trị dòng tiền hiện tại             |              |               |              |              | 13,373        |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối cùng    |              |               |              |              | 22,178        |
| Giá trị doanh nghiệp                        |              |               |              |              | 35,551        |
| (+) Tiền và tương đương tiền                |              |               |              |              | 58,147        |
| (+) Giá trị đầu tư cty liên kết & tài chính |              |               |              |              | 9.4           |
| (-) Nợ ròng và lợi ích CĐTS                 |              |               |              |              | 17,517        |
| <b>Giá trị VCSH</b>                         |              |               |              |              | <b>76,190</b> |
| <b>Giá trị/cổ phiếu</b>                     |              |               |              |              | <b>15,220</b> |

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Bảng 8. Giả định phương pháp FCFF**

| Tiêu chí              | Giá trị |
|-----------------------|---------|
| Lãi suất phi rủi ro   | 5.9%    |
| Beta                  | 1.35    |
| Phần bù vốn cổ phần   | 8.2%    |
| Thời gian dự phóng    | 5 năm   |
| Chi phí vốn bình quân | 15.0%   |
| Tăng trưởng dài hạn   | 0%      |

Nguồn: KBSV

**Bảng 9. Định giá EV/EBITDA**

| (tỷ VND)                                   | Giá trị        |
|--------------------------------------------|----------------|
| EBITDA 2026F - 2028F                       | 12,271         |
| EV/EBITDA mục tiêu                         | 15.8           |
| <b>Tổng giá trị</b>                        | <b>194,434</b> |
| (+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn                 | 58,147         |
| (+) Đầu tư tài chính                       | 9              |
| (-) Vay nợ ròng                            | -17,477        |
| (-) Lợi ích cổ đông thiểu số               | -40            |
| <b>Giá trị VCSH</b>                        | <b>235,073</b> |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP) | 5,007          |
| <b>Giá trị cổ phiếu</b>                    | <b>47,000</b>  |

Nguồn: KBSV

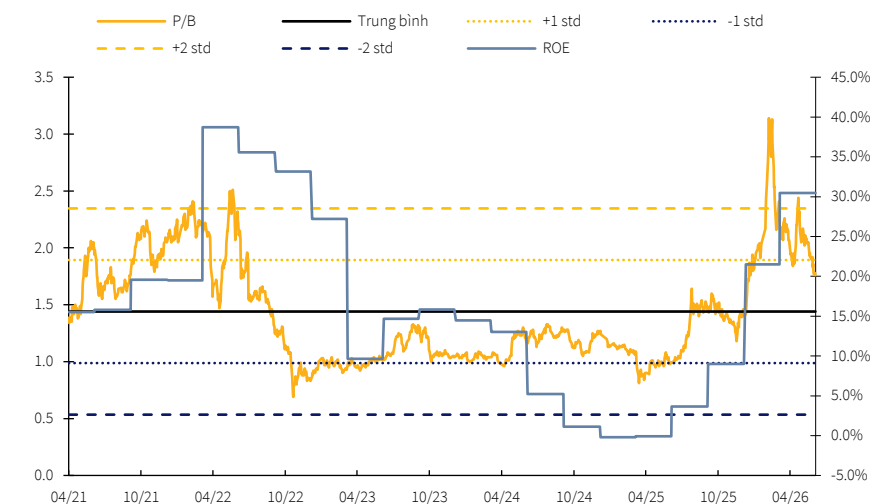
**Bảng 10. Tổng hợp định giá BSR**

| Phương pháp                    | Giá dự phóng | Tỷ trọng | Giá dự phóng theo tỷ trọng |
|--------------------------------|--------------|----------|----------------------------|
| FCFF                           | 15,220       | 50%      | 7,610                      |
| EV/EBITDA (16.1x)              | 47,000       | 50%      | 23,500                     |
| <b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b> |              |          | <b>32,200</b>              |
| <b>Upside</b>                  |              |          | <b>16.9%</b>               |

Nguồn: KBSV

BSR đang giao dịch ở vùng P/B TTM 1.81, cao hơn mức P/B trung bình 5 năm 1.44.

**Biểu đồ 11. Diễn biến P/B và ROE của BSR**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR) – Bảng tóm tắt KQKD & Dự phóng 2024A-2027F

| Báo cáo Kết quả HĐKD<br>(Tỷ VNĐ)                             |         |         |         |         | Bảng cân đối kế toán<br>(Tỷ VNĐ)      |          |        |         |         |
|--------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------------------------------------|----------|--------|---------|---------|
|                                                              | 2024    | 2025    | 2026F   | 2027F   |                                       | 2024     | 2025   | 2026F   | 2027F   |
| (Báo cáo chuẩn)                                              |         |         |         |         | (Báo cáo chuẩn)                       |          |        |         |         |
| Doanh số thuần                                               | 123,027 | 141,582 | 202,574 | 128,220 | TỔNG CỘNG TÀI SẢN                     | 88,387   | 85,143 | 116,420 | 111,742 |
| Giá vốn hàng bán                                             | 122,536 | 135,468 | 181,723 | 123,404 | TÀI SẢN NGẮN HẠN                      | 71,516   | 70,241 | 92,361  | 76,764  |
| Lãi gộp                                                      | 491     | 6,114   | 20,851  | 4,815   | Tiền và tương đương tiền              | 28,995   | 7,626  | 19,750  | 18,987  |
| Thu nhập tài chính                                           | 2,230   | 1,917   | 2,082   | 2,734   | Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn         | 14,022   | 36,136 | 37,396  | 32,725  |
| Chi phí tài chính                                            | 800     | 481     | 635     | 833     | Các khoản phải thu                    | 12,457   | 13,539 | 18,598  | 11,771  |
| Trong đó: Chi phí lãi vay                                    | 261     | 274     | 361     | 474     | Hàng tồn kho, ròng                    | 15,891   | 12,667 | 16,344  | 13,007  |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)                 | 0       | 0       | 0       | 0       | TÀI SẢN DÀI HẠN                       | 16,871   | 14,902 | 24,059  | 34,977  |
| Chi phí bán hàng                                             | 652     | 824     | 1,180   | 747     | Phải thu dài hạn                      | 549      | 548    | 548     | 548     |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                                 | 561     | 751     | 1,075   | 680     | Tài sản cố định                       | 13,216   | 11,292 | 9,341   | 7,315   |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh                             | -722    | 4,538   | 18,597  | 3,388   | Tài sản dở dang dài hạn               | 1,352    | 2,032  | 13,258  | 26,380  |
| Thu nhập khác                                                | -2      | -12     | -12     | -12     | Đầu tư dài hạn                        | 10       | 9      | 9       | 9       |
| Chi phí khác                                                 | 28      | 30      | 30      | 30      | Lợi thế thương mại                    | 0        | 0      | 0       | 0       |
| Thu nhập khác, ròng                                          | 30      | 42      | 42      | 42      | NỢ PHẢI TRẢ                           | 32,849   | 24,630 | 38,844  | 29,382  |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh                               | 0       | 0       | 0       | 0       | Nợ ngắn hạn                           | 31,984   | 23,774 | 34,254  | 20,423  |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế                                     | 736     | 6,005   | 20,075  | 5,320   | Phải trả người bán                    | 14,473   | 11,343 | 18,469  | 11,690  |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp                           | 135     | 788     | 2,007   | 532     | Người mua trả tiền trước              | 25       | 59     | 59      | 59      |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế                                      | 591     | 5,217   | 18,067  | 4,788   | Vay ngắn hạn                          | 15,857   | 10,504 | 13,859  | 6,806   |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                                 | -40     | 3       | 12      | 3       | Nợ dài hạn                            | 865      | 856    | 4,590   | 8,959   |
| Lợi nhuận sau Cổ đông thiểu số                               | 631     | 5,214   | 18,056  | 4,785   | Phải trả nhà cung cấp dài hạn         | 865      | 856    | 972     | 972     |
| Chi số hoạt động                                             |         |         |         |         | Người mua trả tiền trước dài hạn      | 0        | 0      | 0       | 0       |
|                                                              | 2024    | 2025    | 2026F   | 2027F   | Doanh thu chưa thực hiện              | 0        | 0      | 0       | 0       |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                                        | 0.4%    | 4.3%    | 10.3%   | 3.8%    | Vay dài hạn                           | 0        | 0      | 3,618   | 7,988   |
| Tỷ suất EBITDA                                               | 1.2%    | 4.8%    | 10.3%   | 4.4%    | VỐN CHỦ SỞ HỮU                        | 55,538   | 60,513 | 77,575  | 82,359  |
| Tỷ suất EBIT                                                 | -0.6%   | 3.2%    | 9.2%    | 2.6%    | Vốn góp                               | 31,005   | 50,073 | 50,073  | 50,073  |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế                                 | 0.6%    | 4.2%    | 9.9%    | 4.1%    | Thặng dư vốn cổ phần                  | 0        | 0      | 0       | 0       |
| Tỷ suất lãi hoạt động KD                                     | -0.6%   | 3.2%    | 9.2%    | 2.6%    | Lãi chưa phân phối                    | 11,826   | 7,414  | 20,857  | 24,685  |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần                                      | 0.5%    | 3.7%    | 8.9%    | 3.7%    | Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác    | 12,675   | 2,994  | 6,605   | 7,562   |
| Báo cáo lưu chuyển tiền tệ<br>(Tỷ VNĐ)                       |         |         |         |         | Lợi ích cổ đông không kiểm soát       | 32       | 32     | 40      | 40      |
|                                                              | 2024    | 2025    | 2026F   | 2027F   | Chỉ số chính<br>(x, %, VNĐ)           |          |        |         |         |
| Lãi trước thuế                                               | 736     | 6,005   | 20,075  | 5,320   | Chỉ số định giá                       |          |        |         |         |
| Khấu hao TSCĐ                                                | 2,221   | 2,202   | 2,180   | 2,199   | P/E                                   | 153.2    | 29.9   | 10.8    | 40.7    |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư                                 | -1,640  | -1,345  | -2,082  | -2,734  | P/E pha loãng                         | 153.2    | 29.9   | 10.8    | 40.7    |
| Chi phí lãi vay                                              | 261     | 274     | 361     | 474     | P/B                                   | 1.7      | 2.6    | 2.0     | 1.9     |
| Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động                   | 1,187   | 6,886   | 20,533  | 5,258   | P/S                                   | 0.8      | 1.1    | 0.8     | 1.2     |
| (Tăng)/giảm các khoản phải thu                               | 2,337   | -1,179  | -5,058  | 6,826   | P/Tangible Book                       | 1.7      | 2.6    | 2.0     | 1.9     |
| (Tăng)/giảm hàng tồn kho                                     | -236    | 3,093   | -3,677  | 3,337   | P/Cash Flow                           | -1,198.3 | 29.6   | 9.4     | 20.4    |
| Tăng/(giảm) các khoản phải trả                               | -675    | -3,333  | 7,126   | -6,779  | Giá trị doanh nghiệp/EBITDA           | 55.6     | 23.5   | 7.4     | 27.1    |
| (Tăng)/giảm chi phí trả trước                                | -1,661  | 653     | 0       | 0       | Giá trị doanh nghiệp/EBIT             | -115.3   | 35.0   | 8.3     | 44.7    |
| Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuê và khác        | -1,033  | -862    | -2,368  | -1,006  | Hiệu quả quản lý                      |          |        |         |         |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh | -80     | 5,258   | 16,555  | 7,637   | ROE%                                  | 1        | 9      | 23      | 6       |
| Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác         | -521    | -857    | -11,225 | -13,122 | ROA%                                  | 1        | 6      | 16      | 4       |
| Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định                    | 2       | 1       | 0       | 0       | ROIC%                                 | -2       | 7      | 24      | 4       |
| Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ                             | -24,508 | -60,740 | -39,886 | -33,956 | Cấu trúc tài chính                    |          |        |         |         |
| Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ         | 31,607  | 38,626  | 38,626  | 38,626  | Tỷ suất thanh toán tiền mặt           | 1.3      | 1.8    | 1.7     | 2.5     |
| Đầu tư vào các doanh nghiệp khác                             | 0       | 0       | 0       | 0       | Tỷ suất thanh toán nhanh              | 1.8      | 2.4    | 2.1     | 3.2     |
| Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khá    | 0       | 0       | 0       | 0       | Tỷ suất thanh toán hiện thời          | 2.2      | 3.0    | 2.7     | 3.8     |
| Cổ tức và tiền lãi nhận được                                 | 1,410   | 1,307   | 2,082   | 2,734   | Vốn vay dài hạn/Vốn CSH               | 0.0      | 0.0    | 0.0     | 0.1     |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư                  | 7,990   | -21,662 | -10,402 | -5,716  | Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản          | 0.0      | 0.0    | 0.0     | 0.1     |
| Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp                    | 0       | 0       | 0       | 0       | Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH              | 0.3      | 0.2    | 0.2     | 0.1     |
| Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu                   | 0       | 0       | 0       | 0       | Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.2      | 0.1    | 0.1     | 0.1     |
| Tiền thu được các khoản đi vay                               | 105,386 | 2,144   | 14,236  | 4,112   | Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH              | 0.3      | 0.2    | 0.2     | 0.1     |
| Tiền trả các khoản đi vay                                    | -99,372 | -7,496  | -7,263  | -6,795  | Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.2      | 0.1    | 0.2     | 0.1     |
| Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính                    | 0       | 0       | 0       | 0       | Tổng công nợ/Vốn CSH                  | 0.3      | 0.2    | 0.3     | 0.2     |
| Cổ tức đã trả                                                | -2,180  | -2      | -1,001  | 0       | Tổng công nợ/Tổng Tài sản             | 0.2      | 0.1    | 0.2     | 0.1     |
| Tiền lãi đã nhận                                             | 0       | 0       | 0       | 0       | Chỉ số hoạt động                      |          |        |         |         |
| Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính                    | 3,833   | -5,354  | 5,971   | -2,683  | Hệ số quay vòng phải thu khách hàng   | 7.8      | 9.5    | 12.5    | 8.4     |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ                               | 11,742  | -21,759 | 12,124  | -763    | Hệ số quay vòng HTK                   | 8.5      | 11.0   | 13.6    | 8.5     |
| Tiền và tương đương tiền đầu kỳ                              | 17,001  | 28,995  | 7,626   | 19,750  | Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp | 1.7      | 2.0    | 2.2     | 1.7     |
| Tiền và tương đương tiền cuối kỳ                             | 28,995  | 7,626   | 19,750  | 18,987  |                                       |          |        |         |         |

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Phường Ngọc Hà, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1&2, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Phường Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Hotline: 1900 1711

Email: [info@kbsec.com.vn](mailto:info@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

| Mua:              | Trung lập:                | Bán:               |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

| Tích cực:                | Trung lập:         | Tiêu cực:          |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.