

Việt Nam: Ngành Dầu Khí
Oct 8, 2026
BSR
NẮM GIỮ - KHẢ QUAN

Upside: **+8%**
 Đóng cửa: **05/10/2026**
 Giá hiện tại: **30.400 đồng**
 Giá mục tiêu 12T: **32.700 đồng**

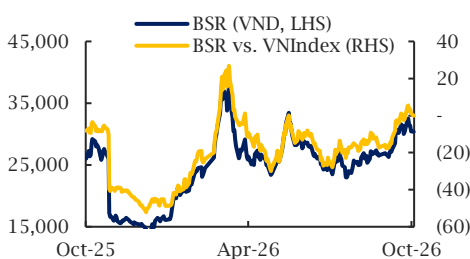
Tiêu điểm

- ▶ **LNST 1H26 tăng 12x YoY** lên mức cao kỷ lục, nhờ chênh lệch crack tăng mạnh.
- ▶ **Dự án nâng cấp nhà máy lọc dầu** chính thức khởi công vào T8/2026.
- ▶ **Tỷ lệ free-float thấp là một điểm trừ...** Yêu cầu tỷ lệ free-float tối thiểu 10% phải được đáp ứng trước 11/03/2027.
- ▶ **...tuy nhiên, giải quyết được vấn đề này sẽ là chất xúc tác tích cực.** Việc giảm tỷ lệ sở hữu của PVN trong ngắn hạn có thể mở ra cơ hội cho các nhà đầu tư chiến lược mới.

Quan điểm

- ▶ **CP đang được giao dịch ở mức tương đối cao.** EV/Throughput của BSR đạt ~30 nghìn USD/thùng/ngày, mức cao so với các doanh nghiệp lọc dầu trong khu vực.
- ▶ **BSR phù hợp cho chiến lược trading ngắn hạn,** do mức độ nhạy cảm cao với biến LN lọc dầu đầy biến động.
- ▶ **Khuyến nghị NẮM GIỮ - KHẢ QUAN lần đầu.** Một đợt điều chỉnh ~15% từ mức giá hiện tại sẽ mở ra điểm mua hấp dẫn hơn.

Hồ sơ doanh nghiệp: BSR cung cấp ~35% nhu cầu nhiên liệu trong nước. Công suất chế biến của BSR đạt 6,5 triệu tấn/năm, thấp hơn 10 triệu tấn/năm của nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, nhưng chúng tôi tin rằng HĐKD của BSR vững chắc hơn, với hiệu suất vận hành liên tục đạt trên 110%, không có nợ vay dài hạn, và có độ linh hoạt cao hơn trong việc đảm bảo nguồn dầu thô đầu vào. Ngoài ra, dự án nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất là một động lực tăng trưởng dài hạn.

Tương quan giá cổ phiếu với VNI-Index


Vốn hóa thị trường (tỷ USD)	5,7
GTGD BQ 6T (triệu USD)	15,1
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	5.007
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	8,0
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	1,6
Cổ đông lớn (%)	97,5
Nợ vay/ VCSH 2026E	Tiền mặt ròng
P/E 2026E	4,8
Tỷ suất cổ tức 2026E	1,0
Room ngoại còn lại (%)	49,0

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

	2024A	2025A	2026E	2027E
Doanh thu	123.027	141.582	213.159	160.880
LN HĐKD	-722	4.538	39.118	17.339
LNST	631	5.214	32.581	14.658
EPS (đồng)	203	1.040	6.507	2.927
+/- EPS (%)	-93%	412%	526%	-55%
P/E (x)	154,7	30,2	4,8	10,7
ROE (%)	1,1%	8,6%	35,6%	13,8%
Tỷ suất cổ tức	2,2%	1,0%	1,0%	-
DPS (đồng)	700	300	300	-

Nguồn: FiinproX, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Tổng CT Lọc Hóa Dầu Việt Nam (BSR)
Thiết lập mức nền tăng trưởng mới

Chúng tôi dự phóng crack spread (biên lợi nhuận lọc dầu) thiết lập một mức nền mới, cụ thể: Arab Gulf crack 3:2:1 đạt mức trung bình 22 USD/thùng trong GĐ 2026–29, trong đó FY26 đạt 33 USD/thùng trước khi hạ nhiệt xuống mức 18–20 USD/thùng trong GĐ 2027–29.

Lợi nhuận đạt đỉnh vào năm 2026; 2027 duy trì cao hơn mức bình quân lịch sử. Chúng tôi dự báo LNST FY26 đạt kỷ lục 32,6 nghìn tỷ đồng (+5x YoY), trước khi giảm -55% YoY xuống 14,7 nghìn tỷ đồng vào FY27, do crack spread thu hẹp dần. Dù vậy, lợi nhuận FY27 vẫn sẽ cao hơn đáng kể mức bình quân 4 năm trước đó.

Dự án nâng cấp nhà máy giúp gia tăng độ linh hoạt xử lý nguồn dầu thô đầu vào, và tạo ra sản phẩm giá trị cao hơn. Dự án nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất chính thức khởi công vào T8, dự kiến vận hành thương mại từ Q1/29. Dự án nâng công suất từ 148 nghìn thùng/ngày lên 171 nghìn thùng/ngày, giúp tăng sản lượng các sản phẩm chủ lực thêm 11–21%, trong đó công suất sản xuất nhiên liệu bay (Jet A1) tăng +2,5 lần.

YSVN vs. các bên. GMT của chúng tôi cao hơn 7% so với trung bình dự báo của các bên (tại ngày 5/10), nhưng dự báo PATMI FY27 của chúng tôi lại thấp hơn 12%. Sự chênh lệch này có thể xuất phát từ quan điểm của chúng tôi rằng các lợi ích từ việc nâng cấp nhà máy sẽ được phản ánh vào giá cổ phiếu từ rất sớm trước khi chính thức vận hành vào năm 2029.

Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ - KHẢ QUAN lần đầu đối với cp BSR, với GMT 32.700 đồng, tương đương P/B 2027E là 1,5 lần, cao hơn 15% trung bình lịch sử. Chúng tôi tin rằng mức định giá này là hợp lý nhờ tỷ suất ROE cao hơn. Tuy nhiên, định giá hiện tại của BSR ở mức P/B 2027E là 1,4 lần đã tiến sát mức giá trị hợp lý của chúng tôi, do đó dư địa để giá cp gia tăng không còn nhiều.

Biến động crack spread là rủi ro cốt lõi. Căng thẳng kéo dài tại Vịnh Ả Rập hỗ trợ crack spread là chất xúc tác tích cực, trong khi một giải pháp hòa bình nhanh chóng (dẫn đến bình thường hóa biên lợi nhuận lọc dầu) nhiều khả năng là rủi ro giảm giá đối với khuyến nghị của chúng tôi.

Chuyên viên phân tích :

Kim Ngân, ACCA

Ngan.le@yuantaresearch.com.vn

Bloomberg code: YUTA

<http://yuantaresearch.com.vn>
ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Luận điểm đầu tư

Thiết lập mặt bằng crack spread mới cho BSR

Quan sát diễn biến crack spread trong giai đoạn 2018-2025, chúng tôi nhận thấy một đợt tăng mạnh đã xuất hiện từ trước khi xảy ra xung đột tại Vịnh Ba Tư vào năm 2026.

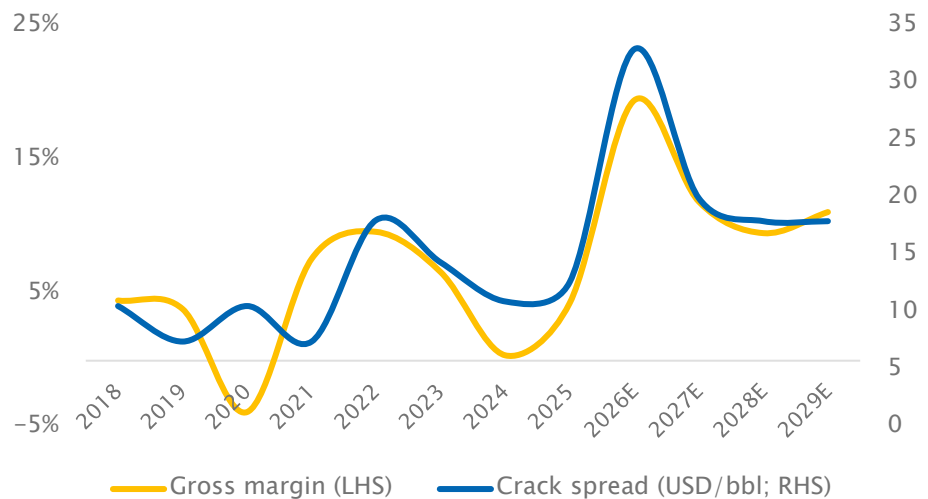
Chênh lệch crack spread bình quân 2022–2025 cao hơn 55% so với 2018–2021. Xu hướng này được kích hoạt bởi cú sốc năng lượng năm 2022: thời điểm giá dầu Brent tăng 40% YoY lên mức 99 USD/thùng, đồng thời crack spread tại Vịnh Ả Rập tăng hơn 140% YoY lên 18 USD/thùng.

Sau đó, mặc dù cả hai chỉ số đều đã giảm từ mức đỉnh, nhưng không thể quay trở lại mức trước khi xảy ra cú sốc, mà thay vào đó duy trì ở mặt bằng cao hơn.

Do đó, chúng tôi giả định crack spread trung bình hậu khủng hoảng sẽ tiếp tục duy trì cao hơn 55% so với mức trung bình GD 2022–2025, tương ứng với mức trung bình 22 USD/thùng trong GD 2026–2029.

Chúng tôi ước tính crack spread FY26 sẽ đạt 33 USD/thùng, tăng 160% YoY. Chúng tôi dự báo crack spread sẽ hạ nhiệt từ mức đỉnh này xuống ~18–20 USD/thùng trong GD 2027–2029. Một lần nữa, giả định này thể hiện sự sụt giảm so với năm 2026, nhưng chúng tôi kỳ vọng crack spread ổn định ở mức cao hơn kể từ cú shock năng lượng 2022.

Hình 1: Tương quan giữa biên lợi nhuận gộp của BSR và crack spread 3-2-1 tại Vịnh Ả Rập



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi dự báo LNST của BSR sẽ đạt đỉnh vào năm 2026, trong khi LN các năm tiếp theo sẽ bình thường hóa ở mức cao hơn trung bình lịch sử

1H26 LNST tăng 12 lần YoY, đạt mức cao kỷ lục, tương ứng 16 nghìn tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp 1H26 cải thiện lên 17% so với 3% cùng kỳ năm trước, nhờ crack spread tăng 192% YoY.

Crack spread tiếp tục tăng trong Q3/2026, kéo theo crack trung bình 9T2026 tăng gấp đôi YoY.

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp FY26 tăng lên 19%, từ vốn vẹn 4% trong năm 2025, thúc đẩy LNST chạm kỷ lục 32,6 nghìn tỷ đồng, +5x YoY.

Với giả định crack spread giảm 40% YoY trong 2027, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp thu hẹp về 12% (-6 đpt YoY), và LNST đạt 14,7 nghìn tỷ đồng, giảm 55% YoY. Như vậy, chúng tôi dự báo LNST FY27 sẽ giảm hơn một nửa so với mức đỉnh năm 2026. Tuy nhiên, khả năng sinh lời vẫn sẽ duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với mức trung bình của 4 năm trước đó.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ - KHẢ QUAN lần đầu với BSR. Giá mục tiêu của chúng tôi là 32.700 đồng, tương đương P/E dự phóng là 4,8x cho năm 2026E và 10,7x cho năm 2027E.

Dù mức GMT này có vẻ quá thận trọng (đặc biệt tại năm 2026E), nhưng chúng tôi cho rằng khá hợp lý do lợi nhuận của công ty được đánh giá sẽ sụt giảm trong giai đoạn 2027–2028, sau khi đạt đỉnh trong 2026, dù vẫn duy trì ở mức cao hơn trung bình lịch sử.

Chúng tôi xác định GMT bằng bội số P/B mục tiêu là 1,5 lần -- cao hơn ~15% mức trung bình lịch sử của BSR. Chúng tôi cho rằng mức định giá thặng dư này là hợp lý dựa trên quan điểm rằng ROE bình quân qua các chu kỳ sẽ tăng từ 11,4% trong giai đoạn 2018–2022 lên 16,4% trong giai đoạn 2025–2029.

Ngoài ra, dự án nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất đang được triển khai -- giúp củng cố quan điểm định giá trên -- sẽ giúp cải thiện khả năng xử lý dầu thô đầu vào và lợi nhuận của nhà máy từ năm 2029.

Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng dư địa tăng giá không còn nhiều dựa trên các yếu tố nền tảng cơ bản, và khuyến nghị nhà đầu tư nên chốt lời nếu giá cổ phiếu cao hơn đáng kể so với mức giá mục tiêu của chúng tôi.

Hình 2: Tóm tắt dự báo hoạt động giai đoạn 2026–2027

	2025A	2026E		2027E	
	Giá trị	Giá trị	YoY	Giá trị	YoY
Doanh thu (tỷ đồng)	141.582	213.159	51%	160.880	-25%
<i>Dầu DO</i>	60.489	101.309	67%	75.667	-25%
<i>Xăng</i>	55.268	71.373	29%	55.613	-22%
<i>JetA1</i>	9.630	17.023	77%	10.735	-37%
<i>Khác</i>	16.195	23.454	45%	18.866	-20%
LN gộp hợp nhất (tỷ đồng)	6.114	41.490		19.129	
<i>In which, Arab Gulf 3:2:1 Crack pread (USD/bbl)</i>	13	33	160%	20	-39%
GPM	4%	19%		12%	
Chi phí SG&A	(1.576)	(2.372)		(1.791)	
LN từ HĐKD	4.538	39.118		17.339	
Lãi/lỗ ròng từ HĐ tài chính	1.436	1.582		958	
NPATMI	5.214	32.581	525%	14.658	-55%
EPS (đồng)	1.040	6.507		2.927	

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Dự án nâng cấp NMLD giúp giải tỏa các hạn chế về nguồn dầu thô đầu vào, và cải thiện cơ cấu sản phẩm

Sau 12 năm, dự án nâng cấp NMLD Dung Quất đã bước tới giai đoạn thực thi. Được phê duyệt chủ trương đầu tư vào năm 2014, với vốn đầu tư ước tính khoảng 36–40 nghìn tỷ đồng. Dự án dự kiến sẽ nâng công suất lọc dầu từ 148 nghìn lên 171 nghìn thùng/ngày, đồng thời nâng chỉ số Nelson (NCI) từ 6,6 lên 8,1.

Chỉ số NCI đo lường khả năng tinh chế các loại dầu thô nặng hơn, phức tạp hơn, với mức điểm tham chiếu cao nhất khoảng 20.

Sau khi nâng cấp, chỉ số NCI của BSR sẽ được cải thiện đáng kể so với mức hiện tại, nhưng vẫn thấp hơn mức trung bình 9–10 của các nhà máy lọc dầu lớn tại Châu Á.

Sau khi hoàn thành gói thiết kế kỹ thuật tổng thể vào T5/25, BSR đã ký hợp đồng EPC với liên danh Chengda–BPE vào T7/26, và chính thức khởi công từ T8/2026. Dự kiến nhà máy sẽ bắt đầu vận hành thương mại từ Q1/29.

Dự án nâng cấp là động lực then chốt trong luận điểm đầu tư của chúng tôi, với kỳ vọng việc nâng cấp sẽ:

- Cho phép BSR chế biến các loại dầu thô nặng hơn và có hàm lượng lưu huỳnh cao hơn, giúp mở rộng các lựa chọn nguồn nguyên liệu đầu vào, và
- Gia tăng khả năng sản xuất các sản phẩm lọc dầu có giá trị cao hơn.

Chúng tôi kỳ vọng những cải thiện mang tính cấu trúc này sẽ bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2029, giúp BSR thiết lập một nền tảng lợi nhuận cao hơn.

Tăng khả năng linh hoạt về nguồn dầu thô đầu vào

NMLD Dung Quất ban đầu được thiết kế tối ưu cho loại dầu thô ngọt, nhẹ từ mỏ Bạch Hổ (38–39° API, hàm lượng lưu huỳnh ~0,05%). Tuy nhiên, khi nguồn cung dầu thô nội địa sụt giảm, BSR phải đa dạng hóa nguồn nguyên liệu vượt ra ngoài kế hoạch nguồn lực ban đầu.

Dầu thô nhập khẩu chiếm khoảng 48% tổng lượng dầu thô đầu vào của BSR trong năm 2025, tăng từ mức 32% trong năm 2024. Theo quan điểm của chúng tôi, việc tiếp cận nguồn nguyên liệu nhập khẩu sẽ ngày càng trở nên quan trọng.

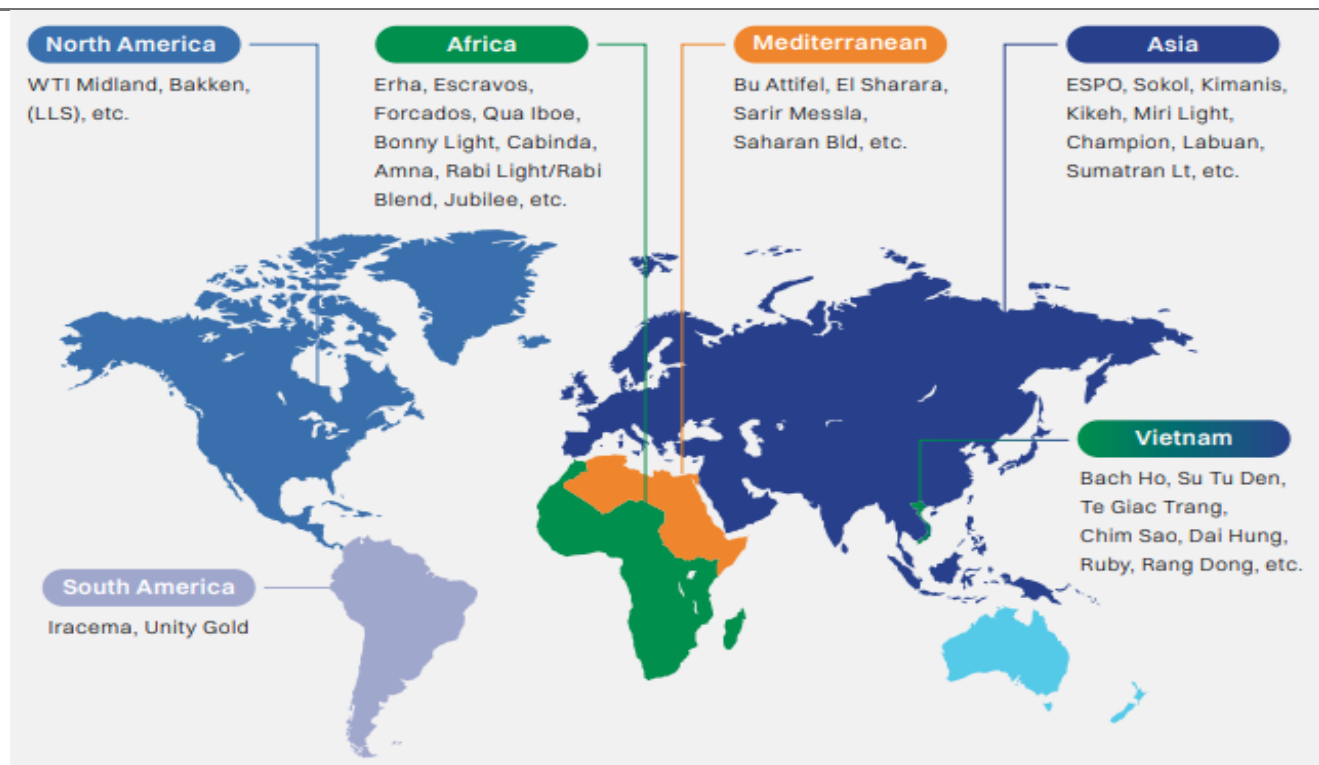
Sau khi hoàn thành nâng cấp, nhà máy có thể xử lý dầu thô đầu vào với hàm lượng lưu huỳnh tăng từ khoảng 0,14% lên 0,34%, đồng nghĩa có thể chế biến được nhiều loại dầu thô nặng hơn.

Tất nhiên nguồn nguyên liệu giá rẻ không phải lúc nào cũng có sẵn, nhưng **chúng tôi kỳ vọng khả năng linh hoạt cao hơn về nguồn dầu thô sẽ giúp BSR tối ưu hóa cơ cấu nguyên liệu đầu vào** khi điều kiện thị trường cho phép.

Danh mục dầu thô đa dạng hơn sẽ trở thành lợi thế trong bối cảnh dòng chảy dầu thô qua Eo biển Hormuz tiếp tục bị gián đoạn. BSR đã và đang tích cực đa dạng hóa các nguồn cung dầu thô, với các đơn hàng từ Tây Phi, Địa Trung Hải, Đông Nam Á và Mỹ.

Đáng chú ý, BSR đã tăng cường khả năng tiếp cận các nguồn dầu thô ngoài khu vực Trung Đông, thông qua việc ký kết biên bản ghi nhớ với Chevron vào T2/26 và thỏa thuận khung với ExxonMobil Asia Pacific vào T9/26.

Hình 3: Danh mục dầu thô đầu vào hiện tại của BSR



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Cải thiện khả năng sản xuất các sản phẩm có giá trị cao hơn

Dự án nâng cấp không chỉ giúp tăng công suất xử lý thêm 16% lên 171 nghìn thùng/ngày, mà còn giúp cải thiện cơ cấu sản phẩm của BSR. Cụ thể, NMLD sau khi nâng cấp có thể sản xuất xăng và dầu diesel đáp ứng tiêu chuẩn Euro V, phù hợp với các phương tiện được trang bị hệ thống kiểm soát khí thải hiện đại.

Sau khi hoàn thành nâng cấp, chúng tôi dự báo công suất sản xuất xăng của BSR sẽ tăng 21%, với dầu diesel là 11%, và công suất nhiên liệu bay (Jet A1) tăng mạnh 147% (lên 13,1 nghìn thùng/ngày), hỗ trợ việc chuyển dịch sang các sản phẩm có giá trị cao hơn. Điều này đặc biệt có ý nghĩa trong bối cảnh lợi ích kinh tế Jet A1 thường cao hơn các sp khác.

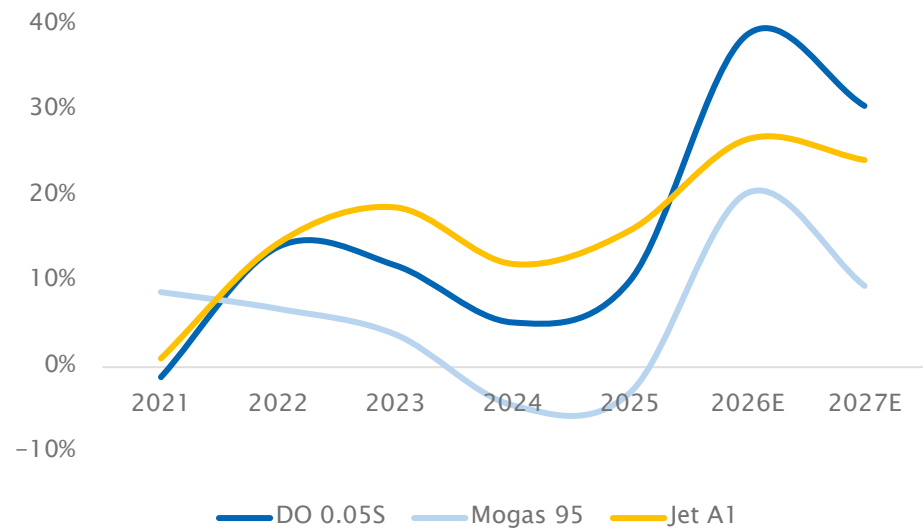
Quan sát trong GD 2021-25, biên lợi nhuận gộp Jet A1 trung bình đạt 12%, so với 8% của dầu DO và 2% cho xăng. Ngoài ra, Jet A1 có biên lợi nhuận ổn định hơn, trong khi độ biến động biên lợi nhuận dầu DO cao hơn, và biên gộp của xăng vốn dĩ thấp.

Hình 4: Cơ cấu sản phẩm của BSR

Đơn vị: thùng/ngày	Hiện tại	Sau nâng cấp	% Tăng trưởng
Công suất chế biến dầu thô	148.000	171.000	16%
Dầu diesel	53.200	59.200	11%
Xăng	65.900	79.700	21%
Nhiên liệu bay	5.300	13.100	147%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Hình 5: GPM từng sản phẩm của BSR; trong đó, nhiên liệu bay (Jet A1) duy trì biên lợi nhuận ổn định



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

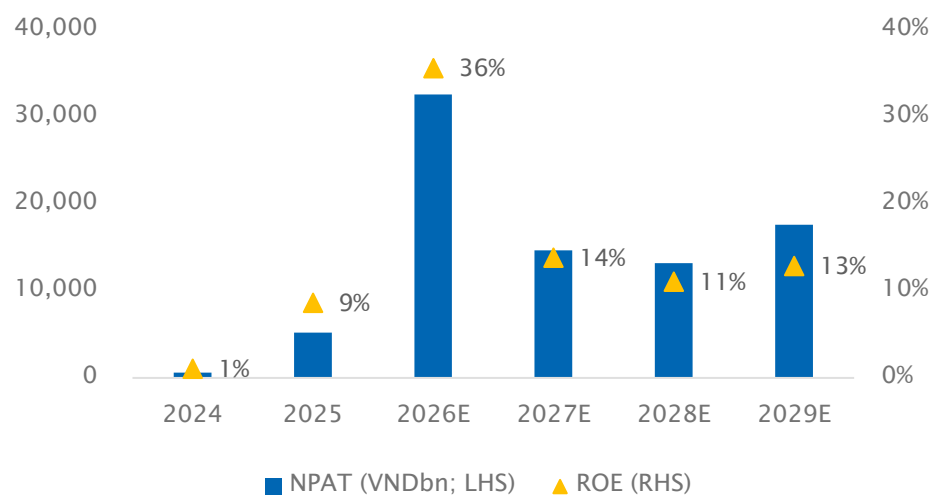
Sức khỏe tài chính vững mạnh

Lợi nhuận nhiều khả năng sẽ giảm sau khi đạt đỉnh năm 2026, nhưng sau nâng cấp NMLD sẽ giúp khả năng sinh lời cao hơn

Chúng tôi kỳ vọng LNST của BSR sẽ đạt đỉnh tại mức 32,6 nghìn tỷ đồng trong FY26, tương đương ROE đạt 35%, trước khi giảm xuống 14,7 nghìn tỷ đồng (-55% YoY) trong FY27, và 13,2 nghìn tỷ đồng (-10% YoY) FY28 do biên lợi nhuận lọc dầu hạ nhiệt. Sau khi hoàn thành nâng cấp NMLD vào năm 2029, chúng tôi dự báo LNST sẽ phục hồi lên 17,5 nghìn tỷ đồng (+33% YoY), với ROE được cải thiện lên 13%.

Mặc dù có sự sụt giảm mạnh so với mức đỉnh năm 2026, chúng tôi dự báo ROE vẫn sẽ duy trì trên mức TB của GD 2024–2025, cho thấy khả năng sinh lời vẫn cao hơn mặt bằng trước năm 2026, cùng với dự địa tăng trưởng thêm từ dự án nâng cấp nhà máy lọc dầu.

Hình 6: Lợi nhuận dự kiến đạt đỉnh vào năm 2026 và hạ nhiệt sau đó, nhưng kỳ vọng sẽ nhận được sự hỗ trợ từ dự án nâng cấp từ năm 2029



Source: Company data, Yuanta Vietnam

Bảng CĐKT vững mạnh hỗ trợ dự án nâng cấp nhà máy

Chúng tôi dự phóng capex đối với dự án nâng cấp NMLD ~36–40 nghìn tỷ đồng, với 60% được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu và 40% bằng vốn vay. Tính đến cuối Q2/26, BSR sở hữu số dư tiền ~54 tỷ đồng, chiếm 51% tổng tài sản, và không có nợ vay dài hạn. Do đó, chúng tôi tin rằng dự án nâng cấp có thể được tài trợ mà không gây ra áp lực đáng kể lên bảng cân đối kế toán.

Chúng tôi giả định phần nợ vay (~16 nghìn tỷ đồng) sẽ bắt đầu được giải ngân từ 2H27, thời điểm dự kiến trùng với giai đoạn đẩy nhanh tiến độ thi công xây dựng.

Triển vọng cổ tức không quá hấp dẫn

Mặc dù sở hữu vị thế tiền mặt dồi dào, công ty vẫn duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức khá khiêm tốn, chỉ ở mức 14–25% lợi nhuận kể từ khi bắt đầu trả cổ tức bằng tiền mặt vào năm 2022.

Chúng tôi giả định BSR có thể hoãn chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ năm 2027 trở đi, để ưu tiên nguồn vốn cho dự án nâng cấp NMLD. Điều này có thể khiến cổ phiếu trở nên kém hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư ưu tiên dòng tiền cổ tức.

Định giá & Rủi ro

BSR hiện đang giao dịch tại mức EV/Throughput tương đối cao là 30,5 nghìn USD/thùng/ngày, xếp thứ ba trong số các doanh nghiệp cùng ngành, chỉ sau Map Ta Phut của Thái Lan và Mailiao của Đài Loan. Cả hai doanh nghiệp cùng ngành này đều có công suất thiết kế lớn hơn và độ phức tạp chế biến dầu thô cao hơn, được thể hiện qua chỉ số Nelson (NCI) cao hơn.

Chúng tôi tin rằng mức định giá tương đối cao của BSR một phần nhờ vào vị thế chiến lược của công ty tại Việt Nam, nơi doanh nghiệp đóng vai trò cốt lõi trong việc cung cấp nhiên liệu cho thị trường nội địa.

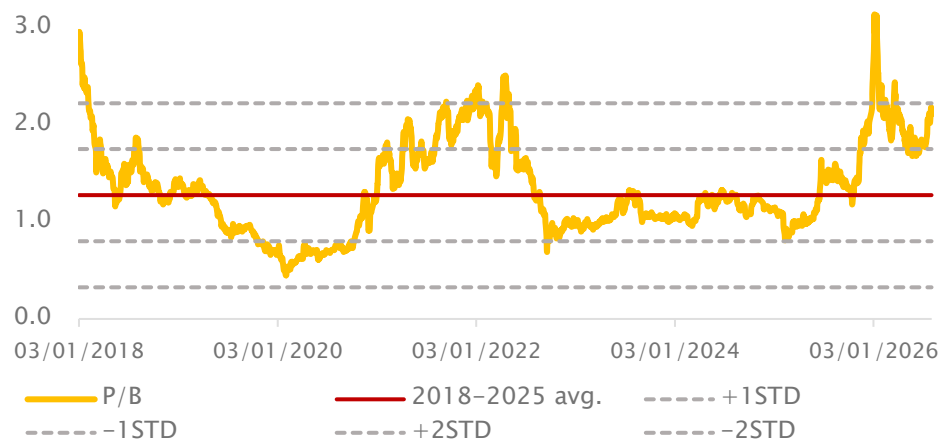
Hình 7: Công suất lọc dầu của BSR so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực

Doanh nghiệp	Nhà máy lọc dầu	Quốc gia	Chỉ số NCI	CSTK (thùng/ngày)	EV (tỷ USD) (*)	EV/Sản lượng xử lý (USD/thùng/ngày)
PTT Global Chemical	Map Ta Phut Refinery	Thái Lan	10,2	280.000	10,17	36.300
ThaiOil	Sriracha Refinery	Thái Lan	9,8	275.000	7,18	26.100
S-OIL Corporation	Onsan Refinery	Hàn Quốc	9,8	669.000	19,17	28.650
IRPC	IRPC Refinery	Thái Lan	8,6	215.000	2,92	13.560
Star Petroleum Refining	Star Refinery	Thái Lan	6,5	175.000	1,77	10.110
Formosa Petrochemical	Mailiao Refinery	Đài Loan	9,7	540.000	21,78	40.330
Mangalore Refinery and Petrochemicals	Mangalore Refinery	Ấn Độ	11,7	300.000	4,55	15.150
Chennai Petroleum	Manali Refinery	Ấn Độ	9,7	210.000	2,29	10.900
BSR	Binh Son Refinery	Việt Nam	6,6	148.000	4,52	30.530

Nguồn: Stockanalysis.com, SET, (*) Dự báo của Yuanta Việt Nam dựa trên giá cổ phiếu và tỷ giá hối đoái tính đến ngày 01/10/2026

Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ - KHẢ QUAN lần đầu đối với BSR với giá mục tiêu là 32.700 đồng, được tính toán từ P/B mục tiêu năm 2027E là 1,5 lần, cao hơn 15% trung bình lịch sử của BSR.

Hình 8: BSR đang giao dịch ở mức cao hơn 2 độ lệch chuẩn so với mức trung bình lịch sử (2018–2025)



Nguồn: Fiinpro, Yuanta Việt Nam

Bội số P/B mục tiêu 1,5x của chúng tôi tương đương với mức EV/Throughput khoảng 28 nghìn USD/thùng/ngày dựa trên công suất sau nâng cấp của BSR là 171 nghìn thùng/ngày, tăng từ mức 148 nghìn thùng/ngày ở thời điểm hiện tại.

Mặc dù con số này thấp hơn mức 30,5 nghìn USD/thùng/ngày hiện tại của BSR, nhưng mức định giá này vẫn ở mức tương đối cao nếu xét đến quy mô nhỏ hơn và chỉ số NCI hiện tại thấp hơn của BSR so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.

Mức tăng NCI dự kiến từ 6,6 lên 8,1 sau nâng cấp sẽ góp phần hỗ trợ cho mức định giá, nhưng theo quan điểm của chúng tôi, yếu tố này không đủ mạnh mẽ để giúp giá cổ phiếu tăng hơn nữa.

Hình 9: Tóm tắt định giá

	GTSS 2027F (đồng)	P/B mục tiêu	Giá trị hợp lý (đồng)
P/B	21.219	1,5x	32.700
Tỷ trọng			100%
Giá mục tiêu			32.700

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Tiềm năng tăng giá. Công suất lọc dầu toàn cầu thắt chặt hơn trong bối cảnh căng thẳng kéo dài tại Vịnh Ả Rập có thể giữ crack spread cao hơn trong năm 2027, qua đó thúc đẩy lợi nhuận vượt dự báo của chúng tôi.

Rủi ro giảm giá. Crack spread giảm nhanh hơn dự phóng của chúng tôi có thể gây áp lực lên lợi nhuận của BSR.

PROFIT AND LOSS (VND bn)					
FY Dec 31	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	123,027	141,582	213,159	160,880	181,923
Cost of goods sold	(122,536)	(135,468)	(171,669)	(141,750)	(164,579)
Gross profits	491	6,114	41,490	19,129	17,344
Op. expenses	(1,213)	(1,576)	(2,372)	(1,791)	(2,025)
Op. profits	(722)	4,538	39,118	17,339	15,320
Net interest expenses	988	1,071	1,458	1,680	1,563
Net investments income/(loss)	443	366	124	(723)	(429)
Gain/(loss) from JVs	-	-	-	-	-
Net other incomes	28	30	30	30	30
Pretax profits	736	6,005	40,730	18,326	16,483
Income taxes	(135)	(788)	(8,146)	(3,665)	(3,297)
MI	(40)	3	3	3	3
NPAT-MI	631	5,214	32,581	14,658	13,183
EPS (VND)	203	1,040	6,507	2,927	2,633

KEY RATIOS					
FY Dec 31	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Growth (% YoY)					
Sales	(16.5)	15.1	50.6	(24.5)	13.1
Operating profit	(108.9)	(728.2)	762.0	(55.7)	(11.6)
EBITDA	(85.6)	349.8	514.7	(51.2)	(6.3)
Net profit	(93.1)	782.6	524.6	(55.0)	(10.1)
EPS changes	(92.7)	412.3	525.6	(55.0)	(10.1)
Profitability ratio (%)					
Gross margin	0.4	4.3	19.5	11.9	9.5
Operating margin	(0.6)	3.2	18.4	10.8	8.4
EBITDA margin	1.2	4.8	19.4	12.6	10.4
Net margin	0.5	3.7	15.3	9.1	7.2
ROA	0.7	6.1	25.1	10.0	8.2
ROE	1.1	8.6	35.6	13.8	11.0
Stability					
Net debt/equity (x)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Int. coverage (x)	(2.8)	16.6	45.9	16.6	15.8
Int. &ST debt coverage (x)	(0.0)	0.4	1.8	1.0	0.8
Cash conversion days	39.5	36.7	44.4	44.4	44.4
Current ratio (X)	2.2	3.0	3.1	4.0	3.5
Quick ratio (X)	1.7	2.4	2.5	3.5	2.9
Net cash/(debt) (VND bn)	27,161	33,258	53,278	61,837	57,490
Efficiency					
AR Days	35	33	35	35	35
Inventory Days	47	34	40	40	40
AP Days	43	31	31	31	31

Source: Company data, Yuanta Vietnam

BALANCE SHEET (VND bn)					
FY Dec 31	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Total assets	88,387	85,143	130,035	147,063	160,266
Cash & cash equivalents	28,995	7,626	38,458	51,789	45,546
ST Investment	14,022	36,136	36,136	36,136	36,136
AR	12,457	13,539	21,126	16,113	18,131
Inventories	15,891	12,667	18,813	15,534	18,036
Other current assets	150	273	411	310	351
Net FA	13,216	11,292	11,549	23,351	38,405
Others	3,656	3,610	3,541	3,829	3,660
Total liabilities	32,849	24,630	38,443	40,810	40,833
Current liab.	31,984	23,774	37,587	29,954	33,976
AP	14,473	11,343	14,374	11,869	13,781
ST debts	15,857	10,504	21,316	16,088	18,192
LT liabilities	865	856	856	10,856	6,856
LT debts	-	-	-	10,000	6,000
Others	2,519	2,783	2,753	2,853	2,860
Shareholder's equity	55,538	60,513	91,592	106,249	119,433
Share capital	31,005	50,073	50,073	50,073	50,073
Treasury stocks	-	-	-	-	-
Others	12,707	3,026	3,026	3,026	3,026
RE	11,826	7,414	38,493	53,151	66,334
MI	32	32	32	32	32

CASH FLOW (VND bn)					
FY	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Operating CFs	(80)	5,258	22,053	21,523	12,617
Net income	591	5,217	32,584	14,661	13,187
Dep. & amortisation	2,221	2,202	2,310	2,898	3,646
Change in WC	(234)	(766)	(10,771)	5,600	(2,480)
Others	(2,658)	(1,394)	(2,069)	(1,636)	(1,736)
Investment CFs	7,990	(21,662)	(531)	(12,964)	(16,964)
Net capex	(521)	(857)	(2,700)	(14,700)	(18,700)
Change in LT investment	7,099	(22,114)	-	-	-
Change in other assets	1,411	1,308	2,169	1,736	1,736
Cash flow after invt.	7,909	(16,404)	21,523	8,559	(4,348)
Financing CFs	3,833	(5,354)	9,310	4,772	(1,896)
Change in share capital	-	-	-	-	-
Net change in debt	6,013	(5,352)	10,812	4,772	(1,896)
Change in other LT liab.	(2,180)	(2)	(1,502)	-	-
Net change in CFs	11,742	(21,759)	30,832	13,331	(6,243)
OB cash flow	17,001	28,995	7,626	38,458	51,789
CB CFs	28,995	7,626	38,458	51,789	45,546

KEY METRICS					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE (x)	149.8	29.2	4.7	10.4	11.5
Diluted PE (x)	149.8	29.2	4.7	10.4	11.5
PB (x)	1.7	2.5	1.7	1.4	1.3
EBITDA/share	483	1,346	8,273	4,041	3,788
DPS	700	300	300	-	-
Dividend yield (%)	2.3	2.3	1.0	1.0	-
EV/EBITDA (x)	44.8	17.7	2.4	4.5	5.0
EV/EBIT (x)	(92.9)	26.2	2.5	5.2	6.2

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or in any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, No. 157,
Section 3, Ren'ai Road, Taipei 106
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH

SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA
Head of Research
matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran
Analyst (Banks)
tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu
Analyst (Consumer)
di.luu@yuanta.com.vn

Kien Tran
Analyst (Residential Property)
kien.tran@yuanta.com.vn

Giang Hoang
Analyst (Industrial Property)
giang.hoang@yuanta.com.vn

Binh Truong
Technology
binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen
Analyst (Macro)
tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen
Analyst (Industrials)
an.nguyen@yuanta.com.vn

Ngan Le
Analyst (Steel, O&G, Energy)
ngan.le@yuanta.com.vn

Nhi Ly
Assistant Analyst
nhi.ly@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey
Head of Institutional Sales
lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Jason Lu
Institutional Sales Manager
jason.lu@yuanta.com.vn

Linh Y Nguyen
Trader
linh.nguyen4@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen
Trading Manager
anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong
Trader
vi.truong@yuanta.com.vn

Linh Khanh Nguyen
Trader
linh.nguyen2@yuanta.com.vn