

Vài nét về doanh nghiệp

BSR là đơn vị quản lý vận hành Nhà máy lọc dầu Dung Quất, là công trình trọng điểm quốc gia có tổng vốn đầu tư trên 3 tỷ USD, công suất chế biến 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, tương đương 148.000 thùng/ngày, công ty hiện chiếm khoảng 30% nhu cầu năng lượng của Việt Nam.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu

34.533

Tiềm năng tăng giá

31%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Xăng dầu
Thị giá (01/04/2026)	26.300
Biến động 1 năm	9,0 – 37,9
KLGD bình quân 52T	11.900.945
Vốn hóa (Tỷ đồng)	138.952
P/B	2,29
%NN sở hữu	1,9%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
BSR	-11,4%	71,2%	135%
VNindex	-11%	-6,2%	28%

Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan 0%

Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Mộng Thy

phtmthy@vcbs.com.vn +84-2838208117 ext 640

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

BIÊN LỢI NHUẬN LỌC DẦU MỞ RỘNG TRONG BỐI CẢNH NGUỒN CUNG GIÁN ĐOẠN

ĐÁNH GIÁ: MUA

Kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi “Báo cáo cập nhật BSR ngày 22.01.2026”, giá cổ phiếu đã tăng hơn 50%. Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng lợi nhuận năm 2026 dựa trên biên lợi nhuận lọc dầu mở rộng trong bối cảnh nguồn cung gián đoạn, **chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 35% lên 34.533 đồng/cp – tương đương triển vọng tăng 31% so với giá hiện tại.**

DỰ BÁO KQKD QUÝ 1.2026

Lũy kế đến ngày 15/3 sản lượng sản xuất và tiêu thụ của BSR lần lượt đạt 1.67 triệu tấn (hoàn thành 21% KH năm) với doanh thu và LNTT lần lượt đạt 32 nghìn tỷ đồng và 2,1 nghìn tỷ. Cracksread trung bình các sản phẩm xăng dầu đã tăng 50%-115% so với cùng kỳ do gián đoạn nguồn cung dầu thô tại Trung Đông.

Chúng tôi dự báo KQKD quý 1 của BSR tăng trưởng tích cực về cả doanh thu và lợi nhuận, nhờ (1) nhà máy duy trì công suất cao trong suốt quý 1, sản lượng tăng so với cùng kỳ, và (2) biên crack spread mở rộng mạnh trong bối cảnh nhiều nhà máy lọc dầu tại châu Á cắt giảm hoặc tạm dừng công suất, dẫn đến gián đoạn nguồn cung và hỗ trợ mặt bằng giá sản phẩm.

Theo tài liệu ĐHCĐ 2026, KHKD năm 2026 BSR vẫn giữ sản lượng ở mức cao. Kế hoạch sản xuất khoảng 7,76 triệu tấn và tiêu thụ khoảng 7,71 triệu tấn. Diesel tiếp tục chiếm hơn 3.5 triệu tấn, xăng RON95 khoảng 2.38 triệu tấn và nhiên liệu bay Jet A1 gần 0.6 triệu tấn với **tổng doanh thu hợp nhất dự kiến đạt 154.140 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 2.162 tỷ đồng.**

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD quý 1 được kỳ vọng tăng trưởng tích cực nhờ cracksread các sản phẩm lọc dầu tăng mạnh so với cùng kỳ dưới tác động căng thẳng địa chính trị ở Trung Đông.

Sản lượng được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng nhờ NMLD Dung Quất vận hành vượt công suất sau bảo dưỡng, trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước tiếp tục mở rộng.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tiếp tục tăng trưởng cùng với dự án NCMR NMLD Dung Quất sẽ là động lực tăng trưởng cho BSR trong dài hạn.

Khởi động lại nhà máy sản xuất Ethanol. BSR có tiềm năng được hưởng lợi từ xu hướng chuyển đổi sang xăng sinh học bắt buộc.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F
Doanh thu	123.027	141.582	181.040
LNST	585	5.217	11.834
Tăng trưởng DT	-17%	15%	28%
Tăng trưởng LNST	-93%	791%	127%
Nợ/TTS (%)	18%	12%	11%
TS LN gộp (%)	0%	4%	8%
ROE – TTM (%)	1,1%	8,6%	16,5%
EPS - TTM (đồng)	202	1.041	2.372

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Crack spread tại châu Á được kỳ vọng tiếp tục tăng do gián đoạn nguồn cung tại eo biển Hormuz

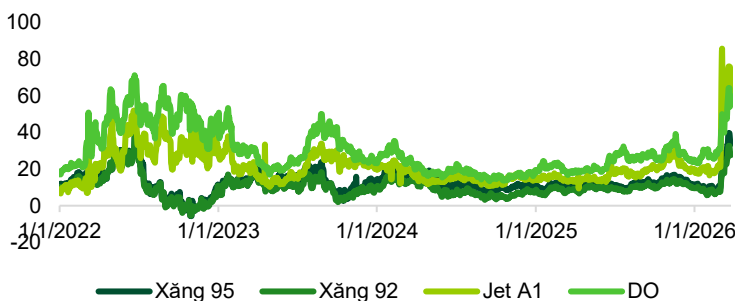
Eo biển Hormuz là “nút cổ chai” chiến lược của hệ thống năng lượng toàn cầu, nối Vịnh Ba Tư với Ấn Độ Dương. Hiện khoảng 15–20% nguồn cung dầu thô thế giới (tương đương trên 14 triệu thùng/ngày năm 2025) được vận chuyển qua tuyến này, chủ yếu từ Saudi Arabia, UAE, Kuwait, Iraq và Iran. Đồng thời, gần 20% thương mại LNG toàn cầu, phần lớn từ Qatar, cũng phụ thuộc vào hành lang hàng hải này.

Việc gián đoạn vận chuyển qua Eo biển Hormuz đã tạo ra cú sốc nguồn cung đối với các nhà máy lọc dầu châu Á, do khu vực này phụ thuộc lớn vào dầu thô Trung Đông. Lưu lượng tàu chở dầu bị hạn chế khiến nhiều nhà máy buộc phải giảm công suất vận hành hoặc chuyển sang sử dụng nguồn dầu thay thế với chi phí cao hơn, làm suy giảm hiệu suất tối ưu của hệ thống lọc dầu trong khu vực. Trong bối cảnh đó, nguồn cung sản phẩm tinh chế (xăng, diesel, jet fuel) bị thắt chặt trong khi nhu cầu không giảm tương ứng, dẫn đến crack spread – chênh lệch giữa giá sản phẩm và giá dầu thô đầu vào – bị nới rộng đáng kể. Đặc biệt, crack spread của diesel và nhiên liệu bay tăng mạnh do lo ngại thiếu hụt nguồn cung ngắn hạn, phản ánh kỳ vọng thị trường về tình trạng khan hiếm kéo dài và rủi ro logistics gia tăng.

Trong ngắn hạn, cú sốc nguồn cung do gián đoạn tại Eo biển Hormuz đang tạo hiệu ứng tích cực lên biên lợi nhuận của Công ty Cổ phần Lọc Hóa dầu Bình Sơn, khi crack spread các sản phẩm xăng dầu nới rộng đáng kể. Trong bối cảnh thị trường khu vực thiếu hụt nguồn cung, BSR hưởng lợi kép nhờ tỷ trọng dầu thô nội địa cao (khoảng 65–70%) giúp ổn định đầu vào, đồng thời nhu cầu tiêu thụ nội địa gia tăng khi Lọc hóa dầu Nghi Sơn phụ thuộc nhiều vào nguồn nhập khẩu.

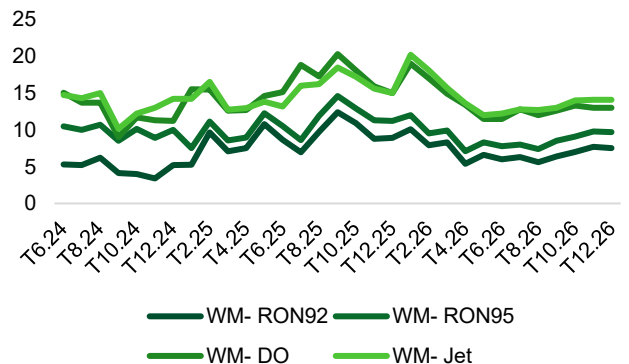
Tuy nhiên, về trung hạn, nếu tình trạng gián đoạn kéo dài, áp lực chi phí có thể gia tăng khi BSR phải nâng tỷ trọng nhập khẩu (30–35%) từ các khu vực ngoài Trung Đông với mức giá và chi phí vận chuyển cao hơn. Dù vậy, rủi ro ngắn hạn phần nào được kiểm soát khi nhà máy đã chủ động ký hợp đồng mua hơn 3 triệu thùng dầu thô thông qua các đầu mối như Qua Iboe, Bu Attifel, Medanito và Palanca Blend, qua đó đảm bảo đủ nguồn nguyên liệu để duy trì vận hành liên tục ở mức công suất tối ưu ít nhất đến hết tháng 5/2026.

Hình 1: Chênh lệch giá bán sản phẩm xăng dầu Platts Singapore - Brent



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Hình 2: Dự báo crack spread



Nguồn: WM, Platts, VCBS tổng hợp

Sản lượng được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng nhờ NMLD Dung Quất vận hành vượt công suất sau bảo dưỡng, trong bối cảnh

Sau khi hoàn thành bảo dưỡng định kỳ, **NMLD Dung Quất đã nâng công suất lên 120% CSTK** để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước đang trên đà tăng trưởng.

Với mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2026 từ 10% trở lên, các phân khúc vận tải, logistics và dịch vụ dự kiến vẫn là động lực chính cho tiêu thụ xăng dầu. Triển khai nhiệm vụ năm 2026,

nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước tiếp tục mở rộng.

Bộ Công Thương đã phân giao tổng nguồn xăng dầu tối thiểu gần 31,8 triệu m³/tấn, bình quân 2,65 triệu m³/tấn/tháng, tăng 10% YoY.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tiếp tục tăng trưởng cùng với dự án NCMR NMLD Dung Quất sẽ là động lực tăng trưởng cho BSR trong dài hạn.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tiếp tục tăng, được thúc đẩy bởi xu hướng chuyển dịch từ xe máy sang ô tô – phương tiện tiêu thụ nhiên liệu cao hơn. Số lượng ô tô và xe máy dự báo tăng trưởng với CAGR lần lượt 18% và 6% trong giai đoạn 2023-2028. Bên cạnh đó, sự mở rộng sản xuất công nghiệp cũng góp phần gia tăng nhu cầu dầu nhiên liệu và dầu diesel trong vận tải và máy móc.

Các dự án chiến lược của BSR, bao gồm dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu, dự kiến được đưa vào vận hành vào Quý 3 năm 2028. **Sau khi hoàn thành và đưa dự án vào hoạt động, NMLD Dung Quất sẽ giúp nâng công suất chế biến dầu thô thêm 15% so với hiện tại.**

Khởi động lại nhà máy sản xuất Ethanol

Sau giai đoạn thí điểm 5 tháng, xăng E10 đang được mở rộng phân phối, hướng tới triển khai trên toàn quốc và thay thế hoàn toàn xăng khoáng từ 1/6/2026.

Động thái này dự kiến đẩy nhu cầu ethanol nội địa lên 1,2–1,5 triệu m³/năm, cao gấp hơn 2 lần tổng công suất hiện hữu. Trong bối cảnh nguồn cung trong nước mới chỉ đáp ứng khoảng 40% và giá ethanol nhập khẩu biến động, việc tái vận hành các nhà máy ethanol trở nên cấp thiết. Theo đó, BSR có tiềm năng hưởng lợi thông qua công ty liên kết sở hữu Nhà máy Nhiên liệu Sinh học Dung Quất, đã vận hành trở lại từ tháng 11/2025 với công suất thiết kế 100 triệu lít/năm, hưởng lợi trực tiếp từ lộ trình chuyển đổi bắt buộc sang xăng sinh học.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **34.533 đồng/CP** dựa trên 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/E với tỷ trọng 70/30.

VCBS đưa ra 2 kịch bản giá dầu từ đó đưa ra góc nhìn tổng quan về kỳ vọng của thị trường đối với BSR với giả định nhà máy hoạt động ở mức 123% CSTK cho cả năm 2026.

Giả định	Cơ sở	Tích cực
Giá dầu (USD/thùng)	80 - 90	90 - 100
Cracksread (USD/thùng)	21	25
KQKD		
Doanh thu	181.040	195.269
Lợi nhuận	11.834	15.170
Chỉ tiêu		
P/B	1.84	1.76
PE FYI	11,1	8,6
Giá mục tiêu	34.533	40.102
Upside	25%	45%

RỦI RO ĐẦU TƯ

Thị trường dầu mỏ biến động và rủi ro bị giảm giá hàng tồn kho khi giá dầu đột ngột giảm mạnh

Giá dầu thô được tính dựa trên giá Brent + premium + các chi phí khác. BSR mua dầu thô trong nước (Bạch Hổ, Đại Hùng, Rạng Đông, Hải Thạch, Ruby, Chim Sáo, Sư Tử Đen) và nhập khẩu (Bu Attifel, Rabi, Azeri, WTI...) với tổng sản lượng 7,2-7,5 triệu tấn/năm. Hiện BSR đàm phán hợp đồng mua dầu nhập khẩu dài hạn (3-5 năm) nhằm đảm bảo nguồn cung cho

NMLD Dung Quất. Tuy nhiên, việc gia tăng nhập khẩu khiến BSR đối mặt rủi ro tỷ giá, trong khi doanh nghiệp bị hạn chế sử dụng công cụ hedging do chịu sự chi phối của nhà nước.

Đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt với các loại xăng dầu nhập khẩu

Theo Nghị định số 156/2017/NĐ-CP, thuế nhập khẩu xăng khu vực Thương mại Tự do Asean (AFTA) sẽ được giảm xuống còn 5% trong 2023, và 0% trong 2024. Việc giảm thuế suất nhập khẩu sẽ khiến cho BSR trong các năm tới sẽ không còn duy trì được lợi thế giá thấp khi cạnh tranh với các mặt hàng xăng nhập khẩu.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2022	2023	2024	2025	2026F	Cân đối kế toán	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	167.124	147.423	123.027	141.582	181.040	Tài sản					
- Giá vốn hàng bán	151.027	137.815	122.591	135.468	166.634	+ Tiền	22.853	17.001	28.995	7.626	16.943
Lợi nhuận gộp	16.096	9.608	436	6.114	14.406	+ ĐTTT ngắn hạn	2.172	21.122	14.022	36.136	36.136
- Chi phí bán hàng	909	1.034	652	824	1.133	+ Phải thu	16.553	14.955	12.523	13.539	16.509
- Chi phí quản lí DN	515	626	562	751	961	+ Hàng tồn kho	16.809	15.531	15.891	12.667	19.383
Lợi nhuận HĐKD	15.500	9.454	652	5.974	13.651	+ Khác	84	73	201	273	311
- (Lỗ) / Lợi tỷ giá	-	-	-	-	-	Tài sản ngắn hạn	58.471	68.681	71.632	70.241	89.282
- Lợi nhuận khác	86	32	28	30	30	+ Phải thu dài hạn	534	549	549	548	548
EBIT	15.839	9.773	941	6.278	13.926	+ Tài sản cố định	19.350	17.267	14.568	13.324	11.292
- Chi phí lãi vay	253	288	261	274	305	+ Khấu hao lũy kế	(30.318)	(32.581)	(34.050)	(36.229)	(38.393)
LNTT	15.586	9.486	680	6.005	13.621	+ ĐTTT dài hạn	10	10	10	9	9
- Thuế TNDN	916	1.031	95	788	1.787	+ Khác	123	89	1.688	1.020	1.020
LNST	14.669	8.455	585	5.217	11.834	Tài sản dài hạn	20.017	17.914	16.814	14.902	12.869
- Lợi ích CĐTS	(56)	(57)	(40)	3	(41)	Tổng Tài sản	78.488	86.595	88.446	85.143	102.151
LNST CĐ CT Mẹ	14.726	8.511	625	5.214	11.875	Nợ & VCSH					
EPS (đ)	4.750	2.745	202	1.040	2.372	+ Phải trả (ngắn)	16.957	17.358	16.001	13.025	19.258
EBITDA	18.031	12.044	3.162	8.480	16.090	+ Vay ngắn hạn	8.954	10.970	15.857	10.504	11.246
Tăng trưởng	2022	2023	2024	2025	2026F	+ Khác	104	114	192	245	472
Doanh thu	65%	-12%	-17%	15%	27%	Nợ ngắn hạn	26.015	28.442	32.049	23.774	30.976
LN HĐKD	124%	-39%	-93%	816%	103%	+ Vay dài hạn	-	-	-	-	-
LN Hợp nhất	125%	-39%	-93%	783%	101%	+ Phải trả dài hạn	-	-	-	-	-
LNST	119%	-42%	-93%	791%	97%	Nợ dài hạn	1.282	884	865	856	856
EBIT	116%	-38%	-90%	567%	97%	Tổng nợ	27.298	29.326	32.914	24.630	31.832
EPS	129%	-42%	-93%	415%	98%	+ Vốn điều lệ	-	-	-	-	-
Tổng tài sản	18%	10%	2%	-4%	20%	+ Cổ phiếu ưu đãi	-	1	2	3	4
Nợ vay	-7%	7%	12%	-25%	29%	+ Thặng dư	-	-	-	-	-
VCSH	0%	0%	0%	61%	0%	+ LN giữ lại	-	-	-	-	-
Khả năng sinh lời	2022	2023	2024	2025	2026F	+ Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-
Tỷ suất LNG	10%	7%	0%	4%	7%	Vốn chủ sở hữu	51.255	57.393	55.500	60.481	70.327
Tỷ suất LNST	9%	6%	0%	4%	6%	Tổng nguồn vốn	78.488	86.595	88.446	85.143	102.150
ROE DuPont	8%	12%	12%	12%	8%	Lưu chuyển tiền	2022	2023	2024	2025	2026F
ROA DuPont	19%	10%	1%	6%	10%	Tiền đầu năm	16.346	22.853	17.001	28.995	7.626
Tỷ suất EBIT	9%	7%	1%	4%	7%	LNST	15.586	9.639	680	6.005	10.318
LNTT / LNST	106%	112%	116%	115%	118%	+ Khấu hao lũy kế	2.192	2.270	2.221	2.202	2.164
LNTT / EBIT	98%	97%	72%	96%	98%	+ Điều chỉnh	(2.236)	(4.048)	(2.799)	(2.182)	(323)
Vòng quay TTS	213%	170%	139%	166%	176%	+ Thay đổi VLD	(8.454)	3.812	(197)	(766)	(3.452)
Đòn bẩy tài chính	35%	34%	37%	29%	31%	Tiền từ HĐKD	7.088	11.673	(95)	5.258	8.707
ROIC	24.4%	12.4%	0.8%	7.3%	12.6%	+ Thanh lý TSCĐ	0	1	2	1	-
Hiệu quả hoạt động	2022	2023	2024	2025	2026F	+ Mua sắm TSCĐ	(220)	(230)	(521)	(857)	(132)
Số ngày tồn kho	40,6	41,1	47,3	34,1	42,5	+ Đầu tư ròng	2.017	(18.949)	7.099	(22.114)	-
Số ngày phải thu	37,3	38,4	38,8	36,3	34,7	+ Khác	897	1.303	1.410	1.307	-
Số ngày phải trả	37,0	43,0	47,5	33,6	39,2	Tiền từ HĐĐT	2.695	(17.874)	7.990	(21.662)	(132)
Luân chuyển tiền	67,6	68,6	69,6	70,6	71,6	+ Cổ tức đã trả	(1.347)	(2.166)	(2.166)	(2)	-
COGS/Hàng tồn kho	9,0	8,9	7,7	10,7	8,6	+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-	-
An toàn tài chính	2022	2023	2024	2025	2026F	+ Nợ ngắn hạn	-	-	-	-	742
TT hiện hành	2,2	2,4	2,2	3,0	2,9	+ Nợ dài hạn	-	-	-	-	-
TT nhanh	1,6	1,9	1,7	2,4	2,3	+ Khác	(1.918)	1.989	6.013	(5.352)	-
TT tiền mặt	1,0	1,3	1,3	1,8	1,7	Tiền từ HĐTC	(3.265)	(177)	3.848	(5.354)	742
Nợ / Tài sản	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	Lưu chuyển tiền	6.518	(6.377)	11.742	(21.759)	9.318
Nợ / Vốn sử dụng	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	Tiền cuối năm	22.853	17.001	28.995	7.626	16.943
Nợ / Vốn CSH	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2						
Khả năng TT lãi vay	62,7	34,0	3,6	22,9	40,7						

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

lhathi@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Mộng Thy

Chuyên viên Phân tích

phtmthy@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>