

NGÀNH DẦU KHÍ

BẢN LỀ CHO THỜI KỲ MỚI



KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Analyst: Trương Hoàng Tiến Hưng

Email: hung.tht@miraeasset.com.vn +84 28 3910 222

Tăng trưởng tiêu
thụ toàn cầu suy
giảm gây áp lực lên
triển vọng giá

- Nguồn cung mở rộng từ OPEC+ và Mỹ:** Sau một thời gian dài tuân thủ nghiêm ngặt các cam kết cắt giảm sản lượng, Ả Rập Saudi – quốc gia xuất khẩu dầu lớn nhất thế giới – đang từng bước nới lỏng chính sách hạn chế nguồn cung. Sản lượng của nước này đã ghi nhận mức tăng liên tục trong các tháng gần đây, đánh dấu sự đảo chiều sau hai năm giảm mạnh (**2023: -8,3%; 2024: -6,6%**). Động thái này diễn ra trong bối cảnh OPEC+ triển khai lộ trình dỡ bỏ dần mức cắt giảm tự nguyện 2,2 triệu thùng/ngày từ tháng 4/2025, nhằm giành lại thị phần trước làn sóng tăng trưởng sản lượng ngoài khối, đặc biệt từ Mỹ. Tại Mỹ, sản lượng dầu đá phiến được dự báo tiếp tục mở rộng trong nhiệm kỳ tổng thống thứ hai của ông Donald Trump, nhờ chính sách “ưu tiên độc lập năng lượng” và việc cắt giảm các khoản hỗ trợ cho năng lượng tái tạo. Những yếu tố này được kỳ vọng sẽ làm gia tăng áp lực dư cung đối với thị trường toàn cầu trong nửa cuối năm.
- Tăng trưởng tiêu thụ vẫn ở mức thấp:** Ở chiều ngược lại, tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu đang chậm lại rõ nét, dẫn đầu bởi Trung Quốc – quốc gia tiêu thụ dầu lớn thứ hai thế giới. Trong thời gian qua, nhu cầu tại Trung Quốc giảm tốc đáng kể (**2023: +2,2%; 2024: +0,7%**) do tăng trưởng kinh tế suy yếu và sự gia tăng nhanh chóng của xe điện – vốn đang thay thế một phần nhiên liệu hóa thạch truyền thống. Trong khi đó, Ấn Độ nổi lên như một điểm sáng bù đắp một phần sự sụt giảm từ Trung Quốc. Với nền kinh tế duy trì ổn định, nhu cầu tại đây ghi nhận mức tăng trưởng mặc dù đã có những tín hiệu chậm lại (**2023: +4,6%; 2024: +3,2%**). Tuy nhiên, quy mô thị trường Ấn Độ vẫn chưa đủ lớn để bù đắp hoàn toàn chênh lệch cung – cầu toàn cầu, đặc biệt trong bối cảnh nguồn cung tiếp tục được mở rộng.

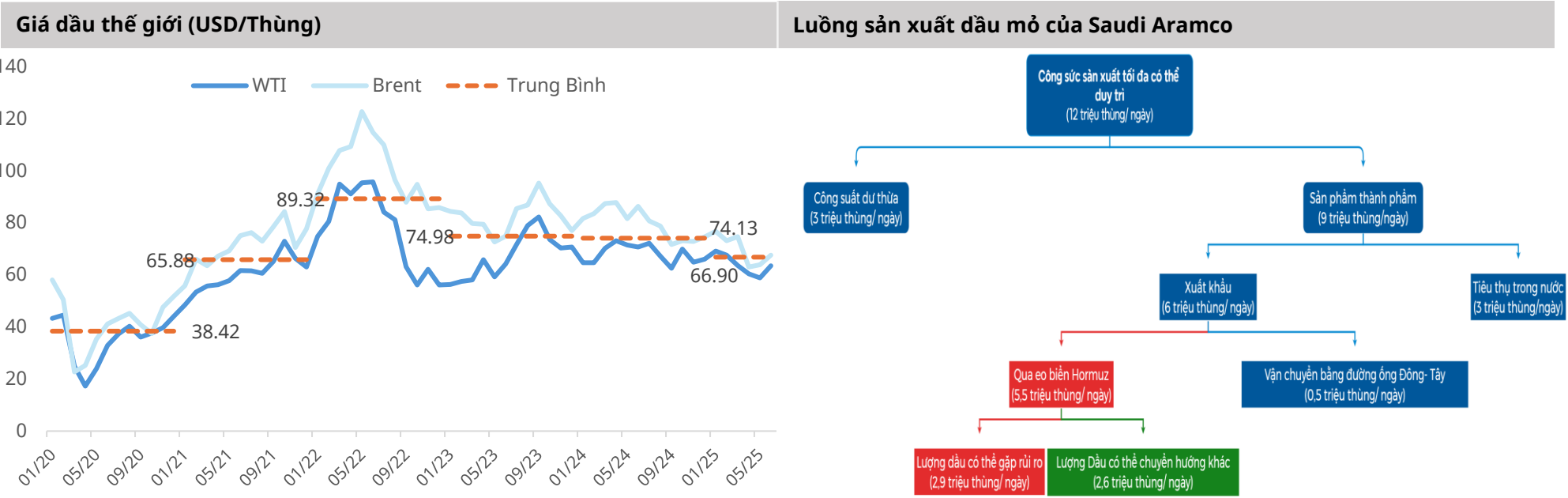
Sản lượng sản xuất và tiêu thụ dầu toàn cầu (Triệu thùng/ngày)												
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tiêu thụ toàn cầu	93.2	94.8	96.3	98.2	99.5	100.7	91.9	97.4	100.2	102.3	103.2	103.9
Mỹ	18.4	18.8	18.9	19.1	19.7	19.7	17.4	19.0	19.1	19.2	20.3	20.5
Trung Quốc	11.2	12.1	12.5	13.2	13.8	14.5	14.6	15.1	15.2	16.8	16.7	16.9
Ấn độ	3.9	4.2	4.6	4.8	5.1	5.3	4.8	4.9	5.3	5.5	5.7	6.1
Sản xuất toàn cầu	93.8	96.6	96.8	97.4	100.3	100.8	94.1	95.6	100.1	102.3	103.0	104.9
Saudi Arabia	9.7	10.2	10.4	10.0	10.3	9.9	9.2	9.2	10.5	9.6	9.0	8.9
Nga	10.9	11.1	11.3	11.3	11.5	11.6	10.6	10.9	11.1	11.0	10.3	10.0
Mỹ	8.7	9.4	8.9	9.3	11.0	12.3	11.3	11.3	11.9	12.9	13.2	13.6

GIÁ DẦU KỲ VỌNG DAO ĐỘNG ỔN ĐỊNH QUANH MỨC 68 USD



Các rủi ro địa chính trị vẫn đang trực chờ kích hoạt sự tăng giá

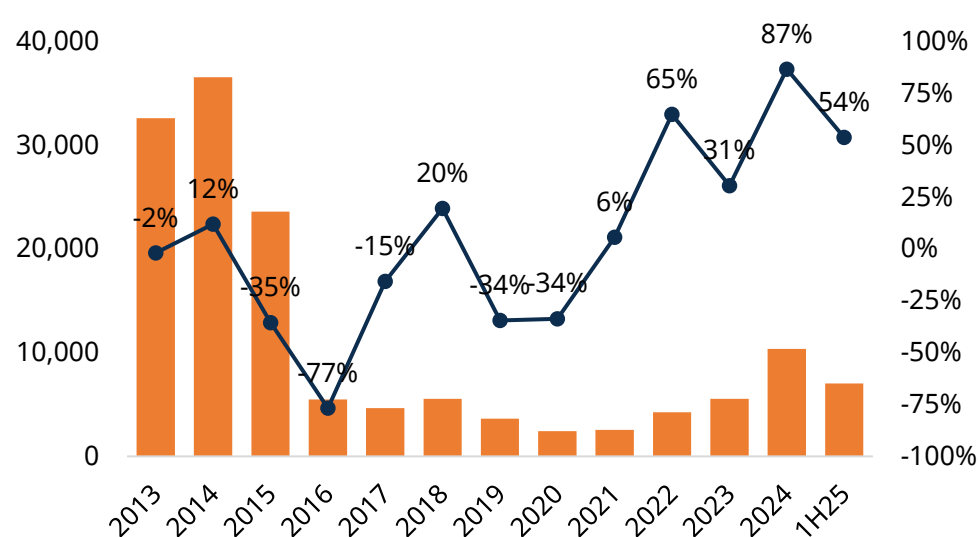
- **Nỗi lo về eo biển Hormuz tiếp tục được xem là “gót chân Achilles” của thị trường dầu mỏ toàn cầu.** Đây là tuyến vận chuyển chiến lược, với khoảng 20% lưu lượng dầu thô và LNG toàn cầu đi qua mỗi ngày. Theo ước tính của Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA), Saudi Aramco hiện sản xuất khoảng 9 triệu thùng/ngày, trong đó gần 5,5 triệu thùng/ngày phụ thuộc vào tuyến vận tải qua Hormuz. Tuy nhiên, chỉ khoảng 47% sản lượng này có thể chuyển hướng sang tuyến khác, trong khi phần còn lại sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp nếu căng thẳng leo thang – tương đương khoảng 2–3% tổng nhu cầu dầu mỏ toàn cầu. Trong bối cảnh tổng tiêu thụ dầu toàn cầu dao động quanh mức 103–104 triệu thùng/ngày, bất kỳ sự cố vận chuyển nào tại Hormuz đều có thể gây ra cú sốc nguồn cung tức thời, đẩy giá dầu tăng mạnh trong ngắn hạn. Thực tế, rủi ro địa chính trị tại Trung Đông đã góp phần duy trì giá dầu Brent quanh vùng 65–70 USD/thùng, bất chấp việc OPEC+ đang dần nới lỏng sản lượng.
- **Trong phần còn lại của năm 2025, chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ duy trì ổn định trong vùng 68 USD/thùng,** bất chấp xu hướng nới lỏng nguồn cung từ cả OPEC+ và Mỹ. Mức cân bằng hiện tại phản ánh sự trung hòa giữa hai yếu tố đối lập: áp lực giảm giá đến từ sản lượng gia tăng, và lực đỡ giá từ nhu cầu phục hồi theo mùa cùng rủi ro địa chính trị tại Trung Đông. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các yếu tố hỗ trợ giá này phần lớn đã được thị trường phản ánh, đặc biệt là lo ngại về Hormuz và kỳ vọng nhu cầu tăng tại các thị trường nhập khẩu lớn khi các thỏa thuận thuế quan với Mỹ dần được công bố. Do đó, trừ khi xuất hiện những cú sốc địa chính trị hoặc gián đoạn nguồn cung ngoài dự kiến, giá dầu nhiều khả năng sẽ tiếp tục dao động trong biên độ hẹp, thay vì hình thành xu hướng tăng mới.



Sự sôi động của hoạt động thương nguồn

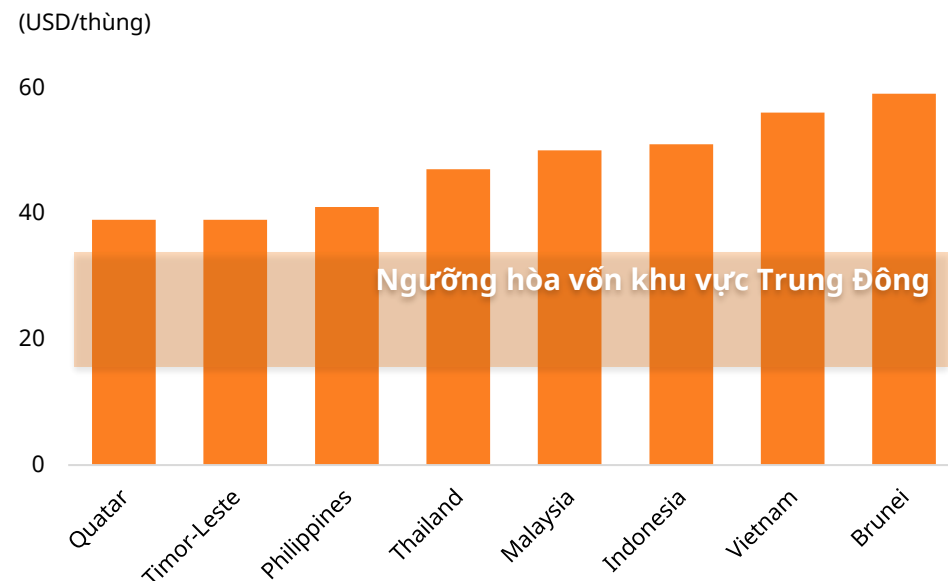
- **Nhờ giá dầu Brent neo ở mức cao, nhiều dự án vượt điểm hòa vốn:** tái khuyến khích đầu tư sau thời gian dài ngủ đông. Chúng tôi nhận thấy đầu tư thương nguồn tại thị trường VN đã tăng đáng kể từ vùng đáy năm 2020, qua đó chính thức chấm dứt “mùa đông” của ngành. Giá trị thực hiện đầu tư thương nguồn năm 2024 của PVEP đã tăng gấp 4 lần so với thời điểm 2020, với hơn 10.382 tỷ đồng được giải ngân. Trong khi đó, tính tới thời điểm nửa đầu năm 2025, con số này đã đạt mức 7.034 tỷ đồng (+54% YoY). Chúng tôi cho rằng lượng giải ngân đầu tư sẽ gia tăng mạnh trong thời gian tới khi ước tính tổng giá trị đầu tư lũy kế tại các dự án trọng điểm đạt khoảng 10,8 tỷ USD. Hiện tại, các dự án như Sư Tử Trắng 2B, Lạc Đà Vàng, Lô B đều đang đặt mục tiêu đón dòng sản phẩm đầu tiên vào giai đoạn 2027. Vì vậy, trong giai đoạn 2025-2027, chúng tôi ước tính sẽ có ít nhất 3,1 tỷ đô được trực tiếp giải ngân tập trung vào hạng mục phát triển hạ tầng của các dự án.
- **Sự bùng nổ trở lại của hoạt động khai thác dầu khí** là tín hiệu tích cực đối với các nhà cung cấp dịch vụ thương nguồn, bao gồm các nhà thầu EPCI, đơn vị giàn khoan và các công ty dịch vụ kỹ thuật liên quan. Khối lượng công việc lớn trong giai đoạn tới được kỳ vọng sẽ đảm bảo nguồn thu ổn định cho nhóm doanh nghiệp này. Qua đó, các doanh nghiệp dịch vụ dầu khí đang nổi lên như những cái tên hàng đầu hưởng lợi trong làn sóng đầu tư mới. Trong đó, chúng tôi đánh giá **PVS là cái tên nổi bật với tiềm năng vượt trội**. Theo thông tin công bố, PVS đã trúng thầu phần lớn các gói thi công hạ tầng quan trọng tại các dự án lớn, với tổng giá trị hợp đồng ròng theo ước tính lên tới khoảng 1,5 tỷ USD – gấp 6 lần so với mức doanh thu bình quân của mảng thi công hạ tầng dầu khí trong 3 năm vừa qua chỉ ở mức khoảng 250 triệu đô.

Giải ngân đầu tư thăm dò và khai thác của PVEP (tỷ đồng)



Nguồn: PVEP

Giá bình quân 2025 ước duy trì ở mức \$66, cao hơn ngưỡng hòa vốn



Nguồn: IHS Markit

Các dự án đầu tư thăm dò và khai thác lớn trong giai đoạn 2025 – 2027 mở ra kỷ nguyên mới cho ngành dầu khí. Việc phát triển đồng loạt các dự án thượng nguồn cũng kéo theo đáng kể các nhu cầu về dịch vụ hậu cần, kho nổi, ...

STT	Dự án	Trữ lượng	Khu vực	Suất đầu tư (CAPEX)	Nhà đầu tư	Dòng sản phẩm đầu tiên	Cập nhật
1	Kinh Ngư Trắng – Kinh Ngư Trắng Nam	6,76 triệu m³ dầu 2,38 tỷ m³ khí	Bể Cửu Long, Lô 09-2/09	~650 triệu USD	Vietsovpetro, PVEP, Zarubezhneft	14/7/2025 – dầu thương mại	Có dòng thương mại đầu tiên
2	Lạc Đà Vàng	~100 triệu thùng dầu tương đương	Bể Cửu Long, Lô 15-1/05	~693 triệu USD	Murphy, PVEP, SK Earthon	Q4/2026 – dầu thương mại	FID 11/2023, thi công 2024–2026 bởi PVS
3	Sư Tử Trắng 2B	17,05 tỷ m³ khí 74 triệu thùng dầu/condensate	Bể Cửu Long, Lô 15-1	~1,3 tỷ USD	PVN, Perenco, KNOC, SK, Geopetrol	Q3/2026 – khí thương mại	Đã ký PSC, và trao thầu xây lắp cho PVS
4	Block B	95-110 tỷ m³ khí 0,32 triệu thùng condensate	Malay-Thổ Chu	~12,8 tỷ đô (toàn bộ chuỗi)	PVN, Mitsui, PTTEP, EVN	Q3/2027 – khí thương mại	Đang đẩy mạnh triển khai đồng bộ chuỗi
5	Thiên Nga – Hải Âu	~10,03 tỷ m³ khí	Bể Nam Côn Sơn, Lô 12.11	349 triệu đô	Zarubezhneft EP, PVEP, PV GAS	Q4/2026 – khí thương mại	Đã ký GSA và PSC
6	Nam Du – U Minh	~5,6 tỷ m³	Bể Nam Côn Sơn	750 triệu đô	PV GAS, PVEP	N/A	Đang đợi quyết định đầu tư cuối cùng
7	Khánh Mỹ – Đầm Dơi	~4,03 tỷ m³ khí	Bể Nam Côn Sơn, Lô 46/13	N/A	PV GAS, PVEP	Q4/2027 – khí thương mại	Ký hợp đồng thiết kế tổng thể dự án
8	Cá Voi Xanh	~150-248 tỷ m³ khí	Bể Sông Hồng, Lô 117-119	~10 tỷ USD (toàn bộ chuỗi)	ExxonMobil, PVEP, PVN	Dự kiến 2028 – khí thương mại	Đang đàm phán và chốt cơ chế chính sách
9	Kèn Bầu	200-250 tỷ m³ khí 400-500 triệu bbl condensate	Bể Sông Hồng, Lô 114	N/A	Eni Vietnam, Essar E&P	Dự kiến 2028 – khí thương mại	Đang đàm phán và chốt cơ chế chính sách
10	Báo Vàng – Báo Đen	~58.3 tỷ m³ khí	Bể Sông Hồng, Lô 111-113	~1,321 tỷ USD (toàn bộ chuỗi)	Gazprom EP, PVN	Dự kiến 2030 - khí thương mại	Đang đàm phán và chốt cơ chế chính sách

SIÊU DỰ ÁN LÔ B - Ô MÔN LÀ TRỌNG ĐIỂM



Siêu dự án chuỗi giá trị khí - điện Lô B - Ô Môn với mục tiêu khí về bờ T8/2027

Năm/Gói thầu	TRƯỚC khi có dòng khí đầu tiên					SAU khi có dòng khí đầu tiên					Tiến độ	Giá trị đầu tư ước tính (triệu USD)	DN niêm yết hưởng lợi
	...	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	...	2049	2050		
Dự án thượng nguồn được đầu tư bởi PVN (42.89%), PVEP (26.78%), MOECO (22.57%) và PTTEP (7.74%), do Phú Quốc POC, công ty con của PVN điều hành												6,600*	
Lắp đặt giàn công nghệ trung tâm, giàn nhà ở và tháp đuốc				EPCI#I							PVS hoàn thành 12.82% tiến độ	1,100	PVS
Giàn thu gom, giàn đầu giếng (WHP), hệ thống đường ống nội mỏ				EPCI#II				EPCI of 43 WHPs			PVS hoàn thành 24.39% tiến độ	500/4,700	
Khác (FSO, CAR, kế hoạch khoan giai đoạn 1A, ...)											Trao thầu FSO cho PVS	N/A	PVS - PVD
Dự án trung nguồn do PVN (28.69%); GAS (51%); MOECO (15.12%) và PTTEP (5.18%) đầu tư, điều hành bởi South West POC, công ty con của PVN												1,200*	
Tuyến ống bờ, các trạm và chạy thử			EPC 102km đường ống								PVS hoàn thành 18% tiến độ	340	
Tuyến ống biển			PC#I-II 329km đường ống								Trao thầu cho nhóm liên doanh Vietsovpetro	560	PVS - PVB - GAS
Sản xuất và bọc đường ống dẫn											Trao thầu cho PVB T12/2024	130	
Hạ nguồn												5,000*	
Nhà máy điện Ô Môn I (660MW)											Đang hoạt động (sử dụng tạm dầu FO)	750	
Nhà máy điện Ô Môn II (1,050MW)					EPC: US\$845mn						Đang đợi trao thầu	1,300	
Nhà máy điện Ô Môn III (1,050MW)						EPC: US\$845mn					FS của dự án sẽ được phê duyệt vào T7/2025	1,300	
Nhà máy điện Ô Môn IV (1,050MW)					EPC: US\$845mn						Liên doanh TV2 trúng thầu EPC Ô Môn IV	1,300	
Nhà máy điện Cà Mau I & II (750/750MW)											Đang hoạt động, sử dụng khí từ cụm PM3-CAA		POW

Nguồn: PVN, PVGAS, SWPOC, PQPOC, Mirae Asset tổng hợp
*Tiến độ dự án đã được cập nhật theo thông tin được công bố đến thời điểm T7/2025

KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Khuyến nghị MUA



Analyst: Trương Hoàng Tiến Hưng
Email: hung.tht@miraeasset.com.vn +84 28 3910 222

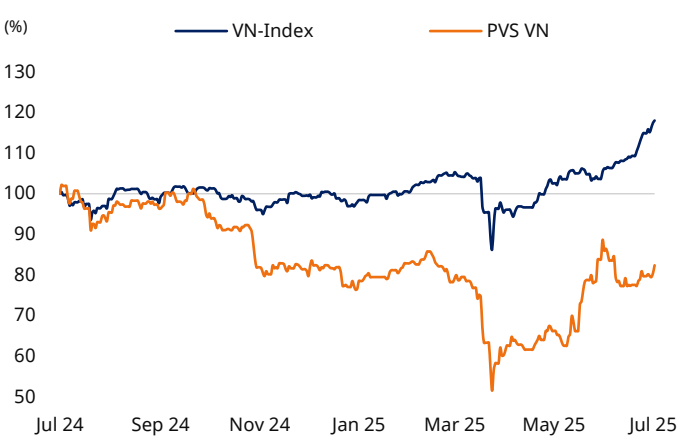
Giá đóng cửa (31/07/2025)	34,300
Giá mục tiêu (12 tháng)	45.000
Lợi nhuận kỳ vọng	32%
Lãi ròng (25F, tỷ đồng)	1,394
Tăng trưởng EPS (25F, %)	36,5%
P/E (25F, x)	13,0x
Vốn hoá (tỷ đồng)	16,346
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	478
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	41.0
Tỷ lệ sở hữu của HĐQT (%)	11.9
Beta (12M)	1.1
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	21,400
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	42,700
(%)	1 M6M12M
Tuyệt đối	-6.42.5-19.5
Tương đối	-17.0-16.8-37.0

Khởi đầu bức tranh tăng trưởng

- Trong Q2/2025, doanh thu PVS đạt mức 7.383 tỷ đồng (+32.5% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 319 tỷ đồng (+52,6% YoY). Lũy kế 6 tháng đầu năm, PVS ghi nhận mức doanh thu đạt 13,397 tỷ đồng (+44,3% YoY) và lợi nhuận sau thuế ở mức 619 tỷ đồng (20,4% YoY): 1) Doanh thu M&C (Mechanical & Construction) đạt 11,079 tỷ đồng (+120% YoY), chủ yếu nhờ việc ghi nhận dự án khí Lô B, và đẩy mạnh việc bàn giao hợp đồng 33 chân đế cho Orsted. 2) Hoạt động M&C có biên lợi nhuận gộp cải thiện từ mức 1% lên 1,6% trong 6 tháng đầu năm 2025.

Điểm nhấn đầu tư

- Giá trị backlog lớn.** Tính đến hiện tại, chúng tôi ước tính giá trị backlog M&C của PVS đạt mức 2,8 tỷ USD, trong đó đến hơn 70% là đến từ các công trình dầu khí. Riêng dự án Lô B đóng góp 1,05 tỷ USD thông qua 3 hợp đồng chính (EPCI#1, EPCI#2 và EPC đường ống trên bờ), dự kiến hoàn thành trước cuối 2027. Ngoài ra, các dự án như Lạc Đà Vàng (250 triệu USD) hay Sư Tử Biển 2B (250 triệu USD) cũng đang được PVS triển khai và dự kiến bàn giao hoàn toàn trong nửa cuối 2026.
- Đưa vào vận hành FSO Lạc Đà Vàng và Lô B từ cuối 2026:** Bên cạnh việc trúng các gói thầu chế tạo công trình dầu khí, nhóm liên doanh PVS cũng đã được chọn trong hoạt động kho nổi (FSO) của 2 dự án trên với thời hạn lần lượt 10 năm và 14 năm (có điều khoản gia hạn). Chúng tôi ước tính 2 dự án này sẽ đóng góp cho PVS khoảng 200 tỷ lợi nhuận liên doanh liên kết (chiếm khoảng 33% so với mức trung bình 5 năm gần đây). Ngoài đóng góp gián tiếp vào lợi nhuận, hoạt động vận hành 2 dự án FSO kỳ vọng thúc đẩy doanh thu dịch vụ vận hành của PVS thêm khoảng 30% so với hiện tại.
- Dự báo năm 2025, PVS có thể ghi nhận 37,085 tỷ đồng doanh thu (+56% YoY – đạt mức cao nhất từ trước tới nay), và lợi nhuận ròng đạt 1,394 (+11,1% YoY): 1) Ghi nhận đáng kể giá trị hợp đồng thi công dầu khí trong nước chúng tôi có đề cập. Trong đó, ước tính mảng M&C ghi nhận mức doanh thu đạt 26,698 tỷ (+55% YoY); 2) Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ từ 4,5% lên mức 4,8%, được đóng góp chủ yếu đến từ các dự án M&C dầu khí vốn có biên gộp nhỉnh hơn so với năng lượng tái tạo, mặc dù PVS đang tích cực chi phí hóa các khoản đầu tư mở rộng; 3) Thu nhập khác giảm mạnh còn hơn 32 tỷ so với mức 647 tỷ trong cùng kỳ, do không còn ghi nhận hoàn nhập dự phòng bảo hành; 4) Thu nhập tài chính tăng 38% so với cùng kỳ đạt 785 tỷ - chịu tác động của kết quả quý 1.
- EPS dự phóng đạt 2,625 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E dự phóng 13,0x, thấp hơn với mức P/E trung bình 5 năm của cổ phiếu. Chúng tôi đánh giá tích cực đối với PVS nhờ động lực tăng trưởng trong giai đoạn 2025 – 2027 do khối lượng công việc lớn bảo đảm từ các đại dự án.



(Tỷ đồng)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024(F)	FY 2025(F)
Doanh thu	20,180	14,277	16,373	19,379	23,772	37,085
LNHĐKD	310	756	1,090	1,211	950	1,756
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	1.5	5.3	6.7	6.3	4.0	4.7
Lãi ròng	710	751	1,051	1,060	1,255	1,394
EPS (VND)	1,046	887	1,438	1,579	1,923	2,625
ROE (%)	4.1	3.5	5.7	5.2	7.0	10.3
P/E (x)	17.0	30.8	14.9	27.6	17.6	13.0
P/B (x)	0.7	1.1	0.8	1.4	1.2	1.11
Cổ tức/thị giá (%)	5.6	3.7	3.7	1.8	2.1	N/A

Nguồn: Bloomberg, Fiiipro, Fdata, Mirae Asset

BÁO CÁO NGẮN

Công ty Cổ phần Lọc Hóa dầu Bình Sơn (BSR)



KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Khuyến nghị

MUA



Analyst: Trương Hoàng Tiến Hưng
Email: hung.tht@miraeasset.com.vn +84 28 3910 222

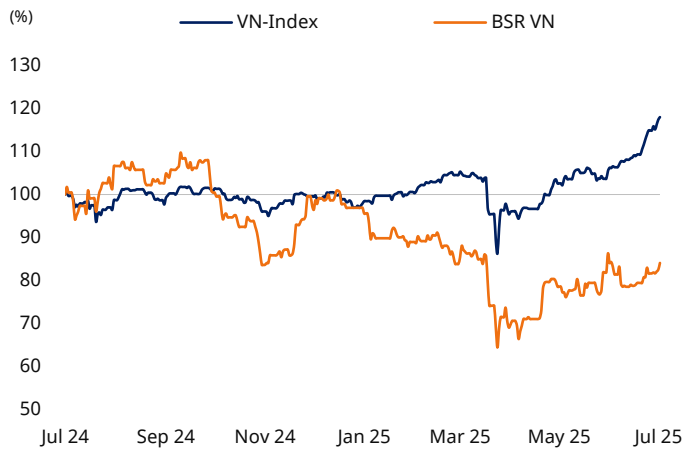
Giá đóng cửa (31/07/2025)	20,400		
Giá mục tiêu (12 tháng)	25,000		
Lợi nhuận kỳ vọng	22,5%		
Lãi ròng (25F, tỷ đồng)	2,532		
Tăng trưởng BV (25F, %)	2,8%		
P/B (25F, x)	1,4x		
Vốn hoá (tỷ đồng)	1,490		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	58,909		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	3,101		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	7.9		
Beta (12M)	0.3		
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	1.1		
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	14,550		
(%)	1 M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.8	-13.7	-17.5
Tương đối	-12.4	-32.9	-34.9

Nhu cầu trong nước được dự báo tăng

- Trong Q2/2025, doanh thu đạt 36.772 tỷ đồng (+50,5% YoY) và lãi ròng đạt 846 tỷ đồng (+10,1% YoY). Lũy kế 6 tháng đầu năm, doanh thu 68,666 tỷ đồng (+24,5% YoY) và lãi ròng ở mức 1,246 tỷ (-33,8% YoY); 1) Biên lợi nhuận gộp trong Q1 bị thu hẹp từ mức 4,1% xuống chỉ còn 1,2% do giá dầu trung bình trong quý 1 ở mức khoảng 70 USD/ thùng thấp hơn mức 80 USD/thùng trong cùng giai đoạn. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp phần nào đã được cải thiện trong quý 2 giúp lũy kế 6 tháng đầu năm biên lợi nhuận gộp ở mức 2.1% nhưng vẫn thấp hơn so với mức 3,2% ở cùng kỳ. 2) Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp lần lượt tăng 27,1% và 23,5% YoY, ở mức 347 tỷ và 316 tỷ đồng.

Điểm nhấn đầu tư:

- Sản lượng dự kiến tiếp tục tăng 15% YoY.** Sau đợt bảo dưỡng tổng thể lần thứ 5 kéo dài 48 ngày trong năm 2024, Nhà máy lọc dầu Dung Quất đã nhanh chóng khôi phục hoạt động và từng có thời điểm vận hành vượt công suất thiết kế, đạt mức 118%, nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước, dự kiến tăng trưởng khoảng 8% YoY. Trong khi đó, công suất bình quân của NMLD Dung Quất đạt 114,4% so với công suất thiết kế trong 6T25.
- Tăng vốn điều lệ nhằm nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất:** Sau khi được PVN thông qua kế hoạch tăng vốn điều lệ thêm 61%, lên 50.000 tỷ đồng. BSR hiện đang chờ phê duyệt cuối cùng từ Bộ Tài chính trước khi chính thức triển khai. Nguồn vốn này sẽ được sử dụng để nâng cấp và mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất, với mục tiêu nâng công suất lên 171.000 thùng/ngày – tương đương mức tăng khoảng 15% so với hiện tại. Việc mở rộng công suất này được kỳ vọng sẽ tạo nên làn gió mới cho BSR khi nhà máy lọc dầu Bình Sơn luôn chạy vượt tối đa công suất thiết kế giữa bối cảnh sản lượng nội địa (gồm Nghi Sơn) chỉ đáp ứng được 70 - 80% nhu cầu nội địa.
- Dự báo năm 2025, BSR đạt doanh thu 140,989 tỷ đồng (+14,6% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 2,532 tỷ đồng (+232% YoY): 1) Biên lợi nhuận gộp được cải thiện tăng từ mức 0,4% lên 1,5%, với giá dầu được dự báo duy trì quanh ngưỡng 68USD/ thùng; 2) Sản lượng tiêu thụ ước đạt 7,4 triệu tấn (+14.5% YoY) và ước tính crack spread (chênh lệch giá đầu vào đầu ra) trung bình 265 nghìn đồng/ tấn (+292% YoY).
- Giá trị sổ sách dự phóng năm 2025 ước đạt 18,465 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/B dự phóng 1,4x, thấp hơn với mức P/B trung bình 3 năm của cổ phiếu. Chúng tôi đánh giá tích cực đối với BSR nhờ sự ủng hộ thêm từ những yếu tố thị trường: 1) Ứng cử viên cho rô chỉ số VN30 – dự kiến vào tháng 1/2026 khi cổ phiếu thỏa các điều kiện; 2) Sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước được dự báo tăng trưởng ở mức cơ bản 8% trong 2025.



(Tỷ đồng)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024(F)	FY 2025(F)
Doanh thu	57,959	101,114	167,126	147,423	123,027	140,989
LNHĐKD	-2,877	6,907	15,500	9,602	652	2,826
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	-5.0	6.8	9.3	6.5	0.5	2.0
Lãi ròng	-2,858	6,684	14,669	8,593	585	2,532
EPS (VND)	-909	2,073	4,750	2,789	202	804
ROE (%)	(8.7)	19.1	32.4	15.3	1.1	4.4
P/E (x)	#N/A	11.0	2.9	6.9	112.3	25.4
P/B (x)	1.0	1.9	0.8	1.0	1.3	1.4
Cổ tức/thị giá (%)	#N/A	#N/A	2.3	3.8	3.1	N/A

Nguồn: Bloomberg, Fiiipro, Fdata, Mirae Asset

- Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.
- Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.
- Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.
- MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.
- Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.