

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (HSX: BSR)

Định giá ngắn hạn đã được phản ánh, chờ đợi triển vọng dài hạn tích cực

- Q2/2026 doanh thu và lợi nhuận sau thuế BSR lần lượt đạt trên 58,716 tỷ và 7,460 tỷ đồng (+59.7%/+781% svck). KQKD khả quan này đến từ việc crack spread trong tháng 4 và 5 vẫn duy trì tích cực, mặc dù có dấu hiệu suy giảm trong tháng 6, bên cạnh sản lượng tiếp tục ổn định.
- Chúng tôi dự phóng mức lợi nhuận 2026F và 2027F của BSR đạt 24,069 và 9,021 tỷ đồng (+361.7%/-62.5% svck) khi lợi nhuận của BSR dần hạ nhiệt khi crack spread suy giảm sau giai đoạn tăng nóng
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu 29,500 VNĐ/cp.

Crack spread bùng nổ do xung đột Mỹ-Iran, nhưng là yếu tố mang tính thời điểm

Xung đột quân sự Mỹ/Israel-Iran nổ ra từ 28/02/2026 khiến eo biển Hormuz bị gián đoạn, đẩy crack spread các sản phẩm lọc dầu châu Á tăng vọt lên vùng đỉnh 3 năm (Diesel/Jet A1 đạt đỉnh ~50 USD/thùng trong tháng 3/2026, so với mức nền thấp ~9.5 USD/thùng cả năm 2025). Nhờ đó, BSR ghi nhận LN ròng 6T2026 đạt 15,725 tỷ đồng (gấp gần 13 lần svck), riêng Q1/2026 đạt 8,265 tỷ đồng (+1,973% svck). Chúng tôi nâng dự phóng LN ròng 2026 lên 23,450 tỷ đồng (+350% svck) so với mức 14,984 tỷ trong báo cáo ngành dầu khí 2H2026 - mức cao kỷ lục trong lịch sử niêm yết của BSR. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây là mức lợi nhuận đột biến gần với xung đột địa chính trị, không phản ánh năng lực sinh lời dài hạn của doanh nghiệp.

Lợi nhuận 2027F bình thường hóa khi căng thẳng hạ nhiệt

Lợi nhuận 2026 dự báo tăng 60.6% svck đạt 24,069 tỷ đồng do crack spread tăng đột biến kể từ xung đột tại khu vực Trung Đông. Crack spread đã hạ nhiệt dần từ đỉnh tháng 3/2026 và chúng tôi cho rằng sẽ trở lại mức bình thường trong 2027. Theo đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng 2027F đạt 9,021 tỷ đồng, giảm 62.5% svck nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với mức nền 2025 nhờ sản lượng vận hành cải thiện và cơ cấu sản phẩm tối ưu hơn. Chúng tôi cho rằng, thay vì các yếu tố mang tính thời vụ, lợi nhuận cốt lõi trong dài hạn của BSR sẽ được dẫn dắt bởi dự án Nâng cấp mở rộng Dung Quất, qua đó gia tăng sản lượng và tập trung vào các sản phẩm có giá trị cao. Đồng thời việc Nhà máy Nhiên liệu sinh học (BSR BF) đang là đầu mối chính phối trộn xăng E5/E10 cũng sẽ là một mắt xích quan trọng trong chuỗi giá trị của BSR.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 29,500 VNĐ/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP với cổ phiếu BSR, giá mục tiêu 29,500 VNĐ/cp (cao hơn hơn giá mục tiêu cũ 28,000 VNĐ/cp) dựa trên (1) Điều chỉnh tăng lãi suất phi rủi ro từ 4.0% lên 4.5%, (2) Điều chỉnh mức tăng trưởng LN ròng 2026-2027 lần lượt là +60.6% và +16.1% so với báo cáo ngành dầu khí 2H2026.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	123,027	141,582	173,727	162,230
Lợi nhuận ròng	736	5,213	24,069	9,021
Tăng trưởng doanh thu thuần	-16.5%	15.1%	22.7%	-6.6%
Tăng trưởng LN ròng	-91.5%	608.1%	361.7%	-62.5%
Biên LN gộp	0.4%	4.3%	17.6%	7.9%
Biên EBITDA	1.2%	4.8%	17.8%	8.2%
ROAE	1.3%	9.0%	33.2%	10.1%
ROAA	0.8%	6.0%	22.5%	6.3%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	237	414	4,807	1,802
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	17,902	12,079	16,885	18,687

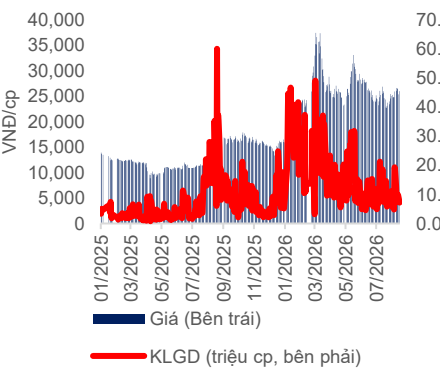
Nguồn: BSR, MBS Research dự phóng

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu 29,500 VNĐ
Tiềm năng tăng giá 12.6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:
Điều chỉnh tăng LN ròng 2026-27 lần lượt là 60.6%/16.1%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	26,000
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	37,426
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	13,349
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	130,189
P/E (TTM)	6.6
P/B	1.7
Thị suất cổ tức (%)	0.8%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	1.20%

Nguồn: FiinPro

Cơ cấu sở hữu

Tập Đoàn Công Nghiệp – Năng Lượng Quốc Gia Việt Nam (PVN)	92.13%
Khác	7.87%

Chuyên viên phân tích

Mai Duy Anh
anh.maiduy@mbs.com.vn

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Dự án NCMR Dung Quất có bước tiến quan trọng trong 2026: san lấp mặt bằng đạt 57.2% (16/07/2026) và ký hợp đồng EPC ~1.2 tỷ USD, thi công 37 tháng, trong T7/2026 → chúng tôi ước tính hoàn thành cuối 2029, muộn hơn kế hoạch gốc Q1/2028. Dự án giúp nâng công suất từ 148,000 lên 171,000 thùng/ngày (+15%), mở rộng khả năng xử lý đa dạng nguyên liệu (dầu chua, dầu nặng) thay vì phụ thuộc dầu ngọt nhẹ, đồng thời nâng chuẩn sản phẩm lên Euro 5 và tăng tỷ trọng hóa dầu giá trị cao, cải thiện biên lợi nhuận dài hạn. CAPEX dự kiến giải ngân mạnh 2026-2028 (12,443/14,611/9,604 tỷ đồng).
- Nhà máy NLSH Dung Quất (BSR-BF) vận hành trở lại từ 20/01/2026, đạt 100% công suất từ giữa T4/2026, hưởng lợi trực tiếp từ lộ trình bắt buộc xăng E10 toàn quốc từ 2026 (BSR-PVOIL đã phân phối tại ~1,000 cửa hàng từ 01/05/2026). Nguồn ethanol nội địa hiện chỉ đáp ứng 40% nhu cầu cả nước, còn nhiều dư địa tăng trưởng khi nhu cầu E10 tăng dần - đây là câu chuyện chắc chắn hơn NCMR vì đã vận hành thực tế, giúp BSR đa dạng hóa nguồn thu ngoài lọc dầu truyền thống.

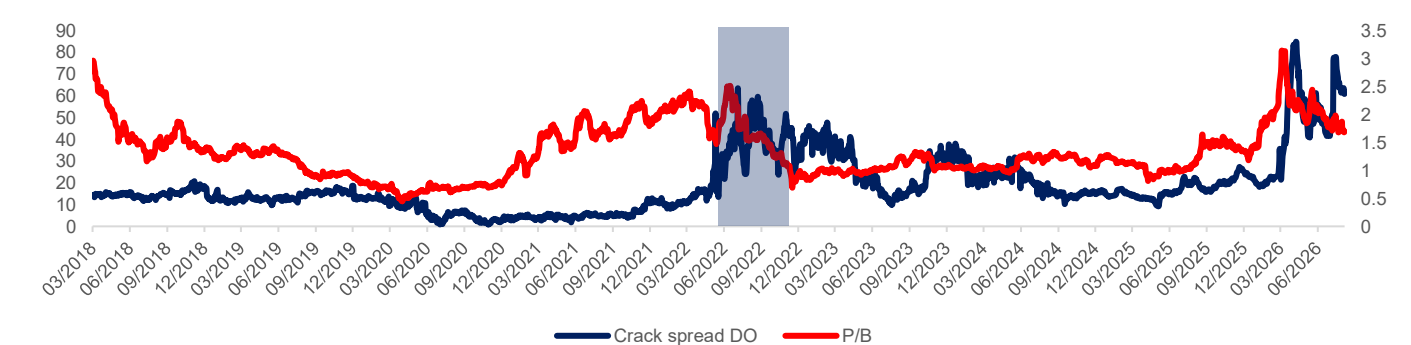
Định giá & Khuyến nghị

Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 29,500 VNĐ/cổ phiếu đối với BSR dựa trên 2 phương pháp FCFF và P/B với tỷ trọng 50%/50%. Chúng tôi sử dụng mức P/B mục tiêu 1.8, tương đương với giai đoạn 06-12/2022 khi crack spread dầu tạo đỉnh quanh vùng 60 USD và bắt đầu hạ nhiệt sau khoảng thời gian căng thẳng địa chính trị.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ/cổ phiếu)
FCFF	50%	29,100
P/B (với P/B mục tiêu = 1.8x)	50%	30,000
Giá mục tiêu		29,500
Giá hiện tại		26,000
Tiềm năng tăng giá		13.7%

Hình 2: P/B của BSR trong 5 năm gần đây và crack spread dầu châu Á



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 3: Dự phóng FCFF

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận sau thuế	23,950	8,976	9,588	9,308	11,432
Chi phí phi tiền mặt	2,282	2,246	2,248	3,121	3,997
Chi phí lãi vay sau thuế	446	836	1,072	1,219	1,099
Đầu tư VLĐ	(3,245)	(1,033)	1,495	(988)	(2,375)
Đầu tư TSCĐ	(12,443)	(14,611)	(9,604)	(20)	(21)
FCFF	10,989	(3,585)	4,799	12,639	14,133

Hình 4: Định giá theo FCFF

(+) Giá trị hiện tại của FCFF giai đoạn 2024-2033	tỷ đồng	53,586
(+) Giá trị hiện tại của giá trị DN năm cuối chu kỳ	tỷ đồng	48,847
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	69,979
(-) Nợ	tỷ đồng	26,638
(-) Lợi ích của CĐTS	tỷ đồng	(32)
Giá trị vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	145,806
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	5,007
Giá trị cổ phiếu	ng nghìn đồng	29.12

Rủi ro giảm giá:

- Lệnh ngừng bán Mỹ-Iran được củng cố bền vững khiến crack spread lao dốc nhanh hơn dự phóng, kéo lợi nhuận 2027F thấp hơn kỳ vọng.
- NCMR Dung Quất chậm tiến độ so với timeline EPC 37 tháng (rủi ro đã phần nào phản ánh trong dự phóng hoàn thành cuối 2029 thay vì Q1/2028 theo kế hoạch gốc).
- Biến động mạnh giá dầu Brent ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị hàng tồn kho và có thể phát sinh lỗ chênh lệch giá vốn hàng tồn kho.

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Quốc gia	Mã CK	Vốn hóa triệu USD	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
				2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F
Gujarat State Petronet	Ấn Độ	GUJS IN Equity	2,666	16.2	n/a	1.5	1.5	14.8	12.0	15.9	10.3
S-Oil Corp	Hàn Quốc	010950 KS Equity	5,260	n/a	6.3	0.8	0.7	3.3	4.6	8.4	12.5
IRPC PCL	Thái Lan	IRPC TB Equity	883	n/a	n/a	0.4	0.3	0.4	1.5	1.3	3.2
Chevron Corp	Mỹ	CVX US Equity	267,022	19.5	15.5	1.9	2.0	8.7	10.1	13.7	15.3
Bangchak Sriracha PCL	Thái Lan	BSRC TB Equity	717	n/a	38.1	0.7	0.8	5.2	7.4	11.3	15.2
Star Petroleum Refining PCL	Thái Lan	SPRC TB Equity	911	10.6	6.4	0.6	0.6	7.5	7.0	13.9	11.6
Trung Bình				15.4	16.6	1.0	1.0	6.7	7.1	10.8	11.4
CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn	Việt Nam	BSR	3,236	71.8	33.9	1.0	1.5	0.8	2.2	1.3	3.6

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

KQKD Q2/2026 và 6T2026: Bứt phá cả về doanh thu và lợi nhuận

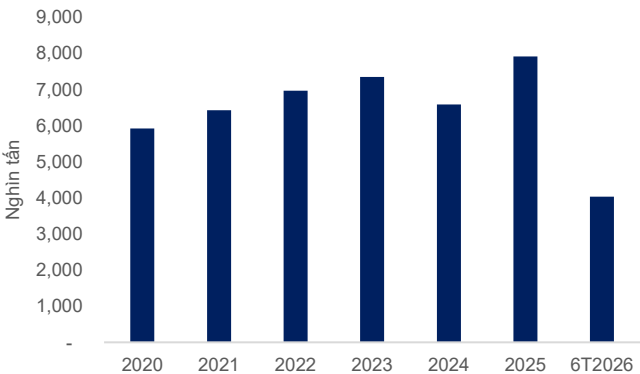
Kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2026 và Q2/2026 của BSR

Hình 5: Kết quả kinh doanh Q2/2026 và 6T26 (Đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ số KQKD	Q2/2026	%yoy	%qoq	6T26	%yoy	%Dự phóng 2026	Đánh giá
Giá dầu Brent bình quân (USD/thùng)	96	43.3%	23.1%	87	22.5%		
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	2,000	-5.9%	-1.5%	4,030	5.2%	52.3%	Sản lượng tiêu thụ 6T2026 tăng nhẹ svck nhờ vào diễn biến công nghiệp hóa nội địa vẫn tiếp diễn, sản lượng này gần tương tự với dự phóng của chúng tôi
Crack spread dầu Diesel (USD/thùng)	24	70.1%	-31.4%	30	115.5%		
Crack spread xăng RON95 (USD/thùng)	14	60.4%	-36.5%	18	65.6%		
Crack spread nhiên liệu bay (USD/thùng)	24	85.3%	-31.1%	32	133.2%		
Doanh thu	58,716	59.7%	27.9%	104,636	52.4%	60.4%	Doanh thu BSR nửa đầu năm tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sản lượng khả quan đi kèm với crack spread cải thiện ở cả 3 sản phẩm chính.
Lợi nhuận gộp	8,606	735.4%	-9.5%	18,113	1,182.1%	60.2%	
BLN gộp	14.7%	11.9đpt	-6.0đpt	17.3%	15.3đpt		
Doanh thu hoạt động tài chính	583	30.7%	10.2%	1,112	22.2%	50.9%	Lãi tiền gửi ngân hàng tăng mạnh nhờ số dư tiền gửi từ các khoản đầu tư ngắn hạn tăng mạnh (Q2/2026: 47,116 tỷ đồng; Q2/2025: 24,722 tỷ đồng).
Chi phí tài chính	281	130.4%	11.9%	531	136.4%	59.6%	Chi phí tài chính tăng mạnh svck chủ yếu do chênh lệch tỷ giá và phần lãi vay tăng lên để phục vụ việc gia tăng CAPEX của dự án NCMR bắt đầu ghi nhận
Chi phí bán hàng & QLDN	460	20.9%	-16.3%	1,010	52.3%	50.9%	
Lợi nhuận trước thuế	8,484	764.7%	-8.3%	17,733	1,120.6%	60.3%	
Lợi nhuận sau thuế	7,461	780.9%	-9.7%	15,727	1,161.7%	66.9%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	7,460	781.8%	-9.7%	15,725	1,163.3%	66.5%	Lợi nhuận ròng tăng mạnh mẽ nhờ cải thiện cả về doanh thu và biên lợi nhuận gộp do crack spread cải thiện tích cực nửa đầu năm svck.

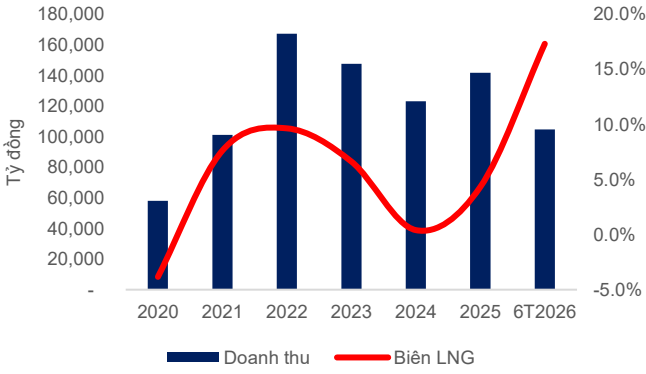
Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 6: Tổng sản lượng tiêu thụ của BSR



Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 7: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của BSR



Nguồn: BSR, MBS Research

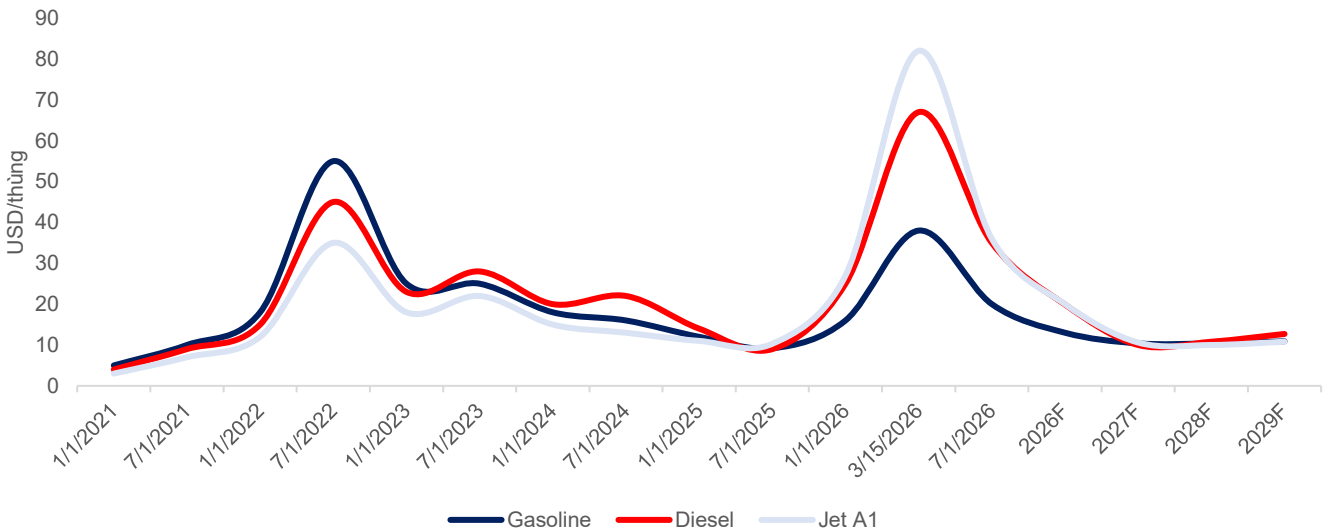
Điều chỉnh dự báo KQKD trong bối cảnh crack spread tiếp tục thu hẹp

Hình 9: Bảng dự phóng KQKD của BSR giai đoạn 2025-2027

Các tiêu chí KQKD	2025	2026F	% thay đổi dự phóng	% svck	2027F	% thay đổi dự phóng	% svck	Đánh gi
Giá dầu Brent bình quân (USD/thùng)	68	87	8.75%	24.3%	73	n/a	-16.1%	Giá dầu dự kiến tăng mạnh trong năm 2026 so với ước tính tại báo cáo ngành dầu khí 2H2026 do căng thẳng giữa Mỹ và Iran kéo dài lâu hơn ước tính của chúng tôi.
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	7,907	7,710	12.1%	-2.5%	7,800	n/a	1.2%	Ước tính sản lượng tiêu thụ không có biến động quá lớn trước khi dự án NCMR Dung Quất hoàn thành.
Crack spread xăng (USD/thùng)	9.2	13.0	-18.0%	41.3%	10.4	n/a	-20.3%	
Crack spread dầu diesel (USD/thùng)	9.0	19.9	11.3%	120.6%	10.0	n/a	-50.0%	Chúng tôi đánh giá crack spread sẽ tăng mạnh trong năm 2026 và dần hạ nhiệt vào năm 2027.
Crack spread nhiên liệu bay (USD/thùng)	10.3	20.0	20.3%	94.2%	10.6	n/a	-47.0%	
Doanh thu	141,582	173,727	14.0%	22.7%	162,230	5.5%	-6.6%	Điều chỉnh tăng mạnh do crack spread và giá dầu vượt giá định cũ tại báo cáo ngành dầu khí 2H2026.
Lợi nhuận gộp	6,114	30,623	64.9%	400.9%	12,858	19.8%	-58.0%	Điều chỉnh tăng theo biên lợi nhuận mở rộng.
Biên lợi nhuận gộp	4.3%	17.6%	5.4 đpt	13.3 đpt	7.9%	0.9 đpt	-9.7 đpt	
Chi phí quản lý và bán hàng	1,575	2,009	14.0%	27.5%	1,876	5.5%	-6.6%	Tăng theo quy mô doanh thu, tỷ trọng/doanh thu ổn định ~1.1-1.2%.
Thu nhập tài chính	1,917	2,217	-15.5%	15.6%	1,913	-13.0%	-13.7%	
Chi phí tài chính	481	891	12.9%	85.2%	1,673	12.9%	87.8%	
Thu nhập khác	30	(2)	0.0%	n/a	(2)	0.0%	0.0%	
Lợi nhuận trước thuế	6,004	29,937	60.6%	398.6%	11,220	16.1%	-62.5%	
Lợi nhuận sau thuế	5,217	23,950	60.6%	359.1%	8,976	16.1%	-62.5%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	5,213	24,069	60.6%	361.7%	9,021	16.1%	-62.5%	Lợi nhuận ròng điều chỉnh tăng mạnh do crack spread bùng nổ trong năm 2026F. Năm 2027F trở lại trạng thái bình thường hóa nhưng vẫn cao hơn nhiều so với nền thấp 2025.

Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 8: Dự báo crack spread với các dòng sản phẩm



Crack spread hạ nhiệt nhưng vẫn khả quan cho đến cuối 2027

Sau khi đạt đỉnh vào tháng 3/2026 - thời điểm Trung Quốc tạm dừng hoàn toàn xuất khẩu xăng, diesel và Jet A1 để bảo vệ nguồn cung nội địa trước rủi ro xung đột Mỹ-Iran - crack spread khu vực đã hạ nhiệt nhanh trong quý 2 khi Bắc Kinh dần nới lỏng và từ cuối tháng 6/2026 chính thức tăng hạn ngạch xuất khẩu nhiên liệu cho các tập đoàn quốc doanh lớn (Sinopec, CNPC, CNOOC, Sinochem). Việc Trung Quốc - nhà cung cấp điều tiết lớn nhất khu vực - quay lại xuất khẩu là yếu tố bất lợi cho crack spread châu Á trong nửa cuối 2026, có thể khiến biên lợi nhuận lọc dầu khu vực thu hẹp nhanh hơn so với kịch bản cơ sở trước đó của chúng tôi, đặc biệt khi nhu cầu nội địa Trung Quốc cũng đang yếu đi do tỷ trọng xe điện tăng nhanh (45% doanh số xe mới). Dù vậy, chúng tôi cho rằng crack spread sẽ khó quay về hần mặt bằng thấp trước xung đột (~9.5 USD/thùng bình quân 2025), mà sẽ ổn định ở vùng cao hơn đôi chút trong suốt 2027, vì ba lý do mang tính cấu trúc chứ không chỉ là dư âm tạm thời của cuộc chiến:

- Thứ nhất, nguồn cung công suất lọc dầu toàn cầu vẫn eo hẹp về cấu trúc: hàng loạt nhà máy lọc dầu tại châu Âu và Mỹ đã đóng cửa từ 2020-2024 do biên lợi nhuận thấp, trong khi công suất mới bổ sung (chủ yếu tại Trung Đông và châu Á) tăng chậm hơn tốc độ tăng nhu cầu nhiên liệu bay và hóa dầu - khiến hệ số sử dụng công suất toàn cầu duy trì ở mức cao ngay cả khi không có cú sốc địa chính trị.
- Thứ hai, hoạt động tái tích trữ dự trữ chiến lược: nhiều quốc gia đã phải xả kho dự trữ chiến lược trong giai đoạn xung đột đỉnh điểm (T3-T4/2026) và sẽ cần thời gian để bổ sung lại trong 2026-2027, tạo thêm một nguồn cầu nền so với trước xung đột.
- Thứ ba, chi phí vận chuyển và bảo hiểm hàng hải qua khu vực Hormuz/Trung Đông nhiều khả năng vẫn neo cao hơn mức trước chiến tranh trong một thời gian, do rủi ro địa chính trị khu vực chưa hoàn toàn được xóa bỏ dù đã có lệnh ngừng bắn - làm tăng chi phí logistics cấu thành nên crack spread thực tế mà các nhà máy lọc dầu khu vực được hưởng.

Đối với BSR, điều này đồng nghĩa biên lợi nhuận gộp sẽ giảm từ mức đỉnh bất thường trong năm 2026F về mức bình thường hóa 2027F, tương ứng LN ròng 2027F giảm 62.5% svck sau giai đoạn bùng nổ 2026. Tuy nhiên, cần phân tách rõ "lợi nhuận đột biến" và "lợi nhuận lõi" khi định giá cổ phiếu ở thời điểm hiện tại. Loại trừ yếu tố biến động cao do 2 sự kiện đặc thù (chiến tranh Mỹ-Iran và chính sách xuất khẩu của Trung Quốc), chúng tôi cho rằng lợi nhuận cốt lõi của BSR vẫn khả quan khi công ty đang ngày càng tăng tính chủ động trong chuỗi sản xuất và là mắt xích quan trọng của thị trường lọc hóa dầu nội địa.

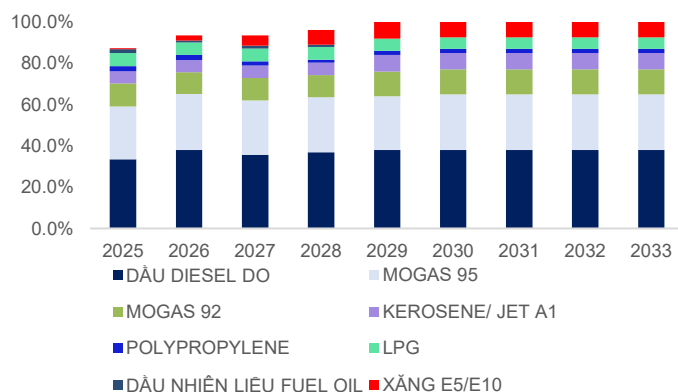
Các dự án nội bộ sẽ là động lực thúc đẩy chính cho tăng trưởng của BSR

Dự án NCMR nhà máy lọc dầu Dung Quất đạt được bước tiến mới

Dự án Nâng cấp mở rộng (NCMR) Nhà máy lọc dầu Dung Quất đã có bước tiến quan trọng trong năm 2026. Việc san lấp mặt bằng được khởi công từ 02/02/2026 và đạt 57.2% khối lượng tính đến 16/07/2026, đồng thời BSR đã chính thức ký hợp đồng EPC trị giá khoảng 1.2 tỷ USD với thời gian thi công 37 tháng trong tháng 7/2026. Tính từ thời điểm ký EPC, chúng tôi cho rằng thời gian hoàn thành thực tế nhiều khả năng lùi về cuối 2028 hoặc 2029, chậm hơn so với mốc kế hoạch gốc Q1/2028 - đây là rủi ro tiến độ cần lưu ý khi đánh giá dự án.

Về tác động dài hạn, sau khi hoàn thành (dự kiến từ 2029), NCMR sẽ nâng công suất chế biến của nhà máy từ 148,000 lên 171,000 thùng dầu/ngày (+15%), đồng thời cho phép xử lý đa dạng nguyên liệu đầu vào hơn (dầu chua, dầu nặng, hàm lượng lưu huỳnh cao) thay vì phụ thuộc chủ yếu vào dầu ngọt nhẹ như hiện nay. Sản phẩm đầu ra sau nâng cấp cũng sẽ đạt chuẩn khí thải Euro 5, đáp ứng các quy định môi trường ngày càng khắt khe. Theo dự phóng của chúng tôi, doanh thu bình quân giai đoạn 2031F-2033F (sau khi NCMR vận hành ổn định) đạt khoảng 183,295 tỷ đồng/năm, tăng khoảng 13.5% so với mức bình quân 161,524 tỷ đồng/năm của giai đoạn 2027F-2028F (trước NCMR, đã loại trừ hiệu ứng đột biến crack spread 2026) - phản ánh gần sát mức tăng công suất +15%. Đồng thời, biên lợi nhuận gộp cải thiện có cấu trúc từ mức bình quân ~8.1% (2027F-2028F) lên ~9.1% (2031F-2033F), tương đương khoảng +1.0 đpt, đến từ việc tối ưu cơ cấu nguyên liệu đầu vào và nâng tỷ trọng sản phẩm giá trị cao. Lưu ý giai đoạn 2029F-2030F ngay sau khi hoàn thành dự án thường có biên lợi nhuận thấp hơn tạm thời (7.4-8.7%) do chi phí vận hành/khấu hao mới chưa được tối ưu hóa hoàn toàn.

Hình 11: Ước tính cơ cấu sản phẩm của BSR

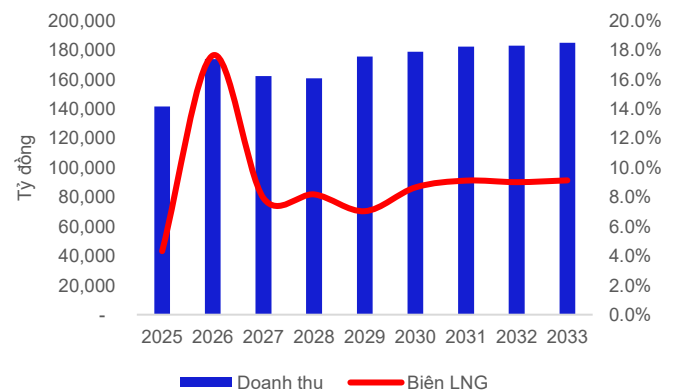


*2026: Đẩy mạnh sử dụng xăng sinh học E5/E10 từ 01/07/2026

**2029: Hoàn thành NCMR Dung Quất

Nguồn: BSR, MBS Research

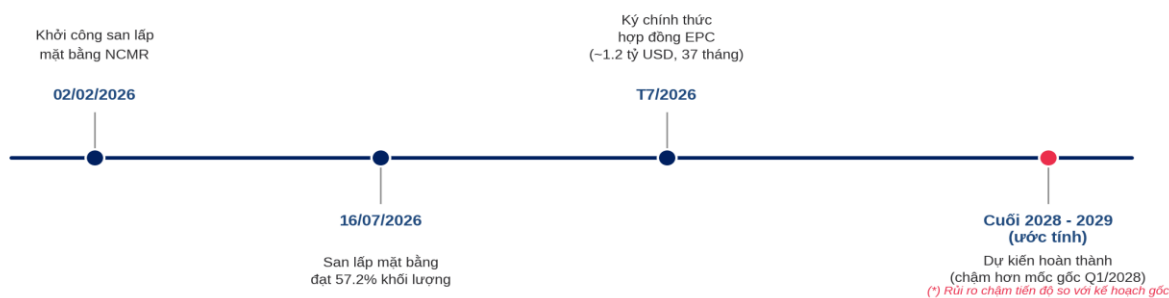
Hình 12: Ước tính Doanh thu và BLN gộp của BSR



Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 13: Dự kiến tiến độ dự án NCMR Dung Quất

Timeline tiến độ Dự án NCMR Dung Quất



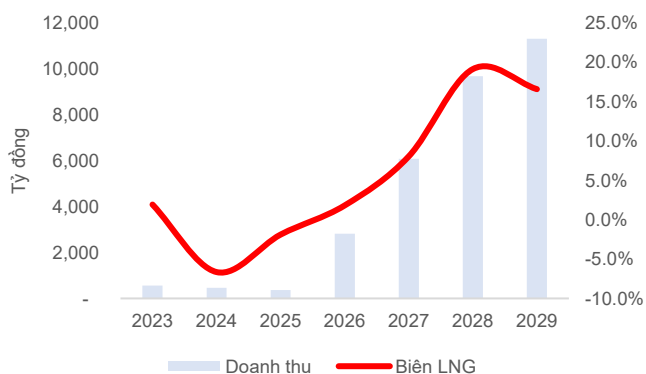
Nguồn: BSR, MBS Research

Tái khởi động Nhà máy Nhiên liệu sinh học Dung Quất mở ra cơ hội mới

Nhà máy Nhiên liệu Sinh học Dung Quất (BSR-BF), công ty con do BSR nắm cổ phần chi phối) đã vận hành trở lại từ 20/01/2026 sau nhiều năm ngừng hoạt động, được thúc đẩy bởi lộ trình bắt buộc sử dụng xăng E10 toàn quốc từ 01/06/2026. Tuy nhiên, tiến độ nâng công suất thực tế đang chậm hơn kế hoạch: tính đến tháng 8/2026, nhà máy mới đạt 38-55% công suất thiết kế (330 m³/ngày), khiến BSR phải nhập khẩu bổ sung ~12,000 m³ E100/tháng để duy trì phối trộn E10 - đây là rủi ro thực thi ngắn hạn cần theo dõi.

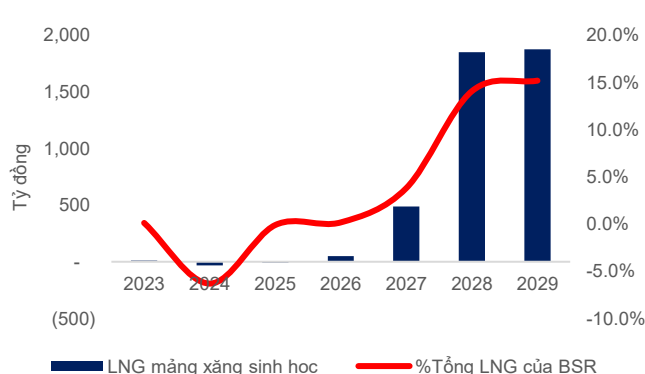
Theo dự phóng của chúng tôi, mảng xăng sinh học E5/E10 sẽ đóng góp doanh thu tăng từ 6,076 tỷ đồng (3.5% tổng doanh thu BSR) năm 2027F lên khoảng 11,300-12,400 tỷ đồng/năm (6.5-7.0% tổng doanh thu) giai đoạn 2030F-2032F. Đáng chú ý hơn, đóng góp vào lợi nhuận gộp tăng nhanh hơn nhiều - từ chỉ 0.2% năm 2026F (khi lợi nhuận lọc dầu truyền thống đang ở đỉnh bất thường) lên 14-15% giai đoạn 2028F-2029F khi lợi nhuận lọc dầu bình thường hóa. Điều này cho thấy E5/E10 đang dần trở thành một trụ cột lợi nhuận ổn định, ít phụ thuộc crack spread, bổ sung cho mảng lọc dầu truyền thống của BSR trong dài hạn.

Hình 14: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp kinh doanh xăng sinh học của BSR



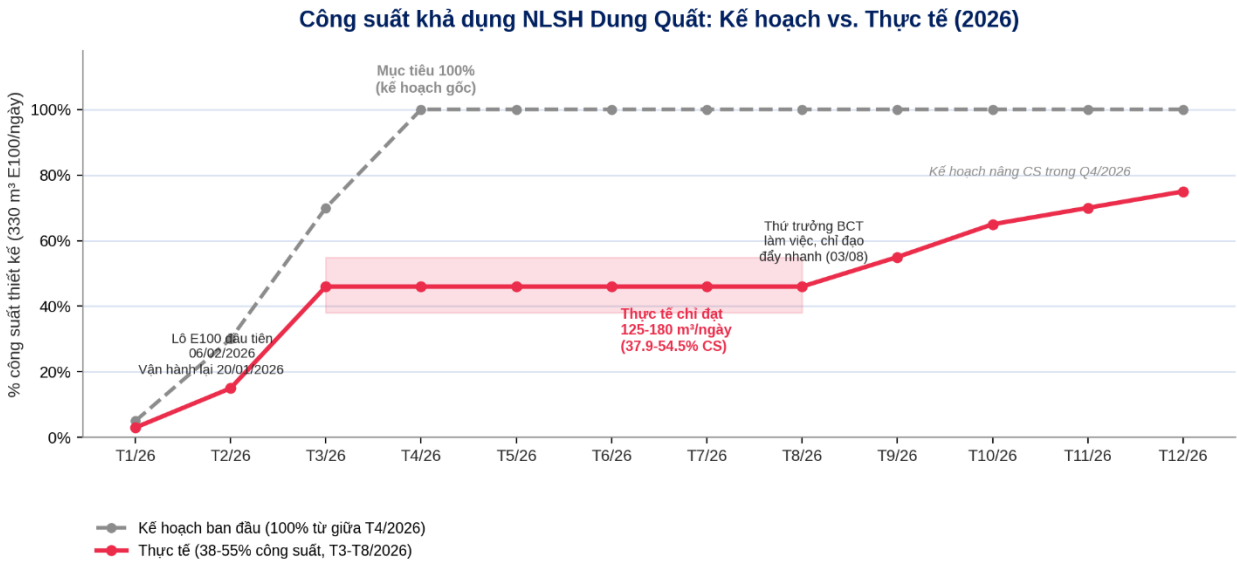
Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 15: Đóng góp của mảng xăng sinh học trong tổng lợi nhuận gộp của BSR



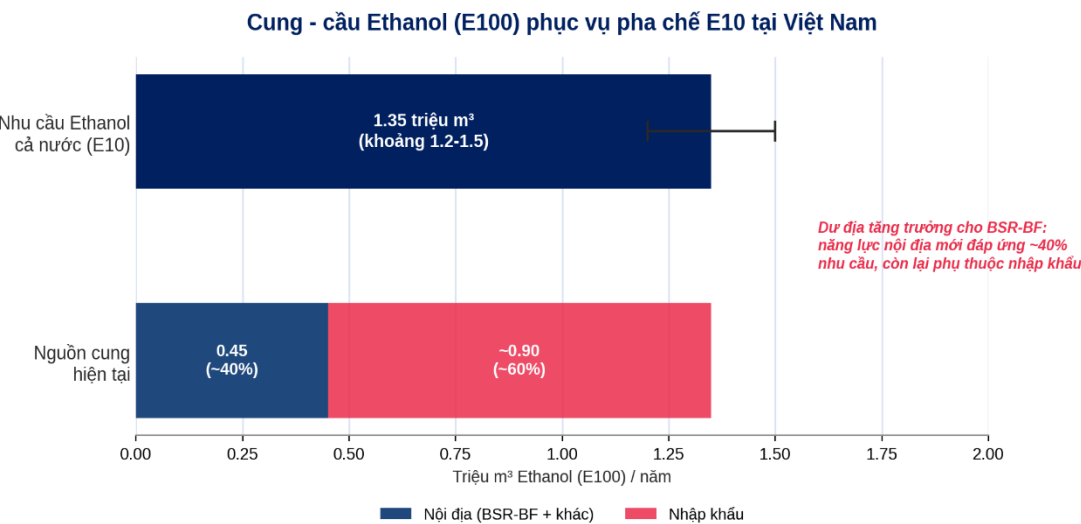
Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 16: Ước tính công suất của BSR-BF



Nguồn: BSR-BF, Bộ Công Thương, MBS Research tổng hợp

Hình 17: Cung cầu Ethanol nội địa



Nguồn: BSR, VnEconomy, MBS Research tổng hợp và ước tính

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2024	2025	2026F	2027F		2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	123,027	141,582	173,727	162,230	LN trước thuế	736	6,005	29,937	11,220
Giá vốn hàng bán	(122,536)	(135,468)	(143,105)	(149,372)	Khấu hao	2,221	2,202	2,282	2,246
Lợi nhuận gộp	491	6,114	30,623	12,858	Thuế đã nộp	(523)	(390)	(5,987)	(2,244)
Chi phí quản lý DN	(561)	(751)	(922)	(861)	Các khoản điều chỉnh khác	-	-	(320)	57
Chi phí bán hàng	(652)	(824)	(1,087)	(1,015)	Thay đổi VLD	(745)	(1,238)	(3,972)	(2,240)
LN từ HĐKD	(722)	4,538	28,613	10,982	LCTT từ HĐKD	(80)	5,258	20,965	8,308
EBITDA thuần	1,498	6,740	30,896	13,228	Đầu tư TSCĐ	(521)	(857)	(12,443)	(14,611)
LN trước thuế & lãi vay	(722)	4,538	28,613	10,982	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	1	-	-
Thu nhập lãi	2,230	1,917	2,217	1,913	Các khoản khác	8,509	(20,807)	3,301	4,084
Chi phí tài chính	(800)	(481)	(891)	(1,673)	LCTT từ đầu tư	7,989	(21,663)	(9,142)	(10,527)
Thu nhập ròng khác	(2)	30	(2)	(2)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Tiền vay ròng nhận được	6,014	(5,352)	9,680	16,427
LN trước thuế	706	6,004	29,937	11,220	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Thuế TNDN	(10)	(788)	(5,987)	(2,244)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2,180)	(2)	-	-
Lợi nhuận sau thuế	696	5,217	23,950	8,976	LCTT từ hoạt động TC	3,834	(5,354)	9,680	16,427
Lợi ích cổ đông thiểu số	40	(3)	120	45	Tiền & tương đương tiền đầu kì	17,001	28,995	7,625	28,778
Lợi nhuận ròng	736	5,213	24,069	9,021	Tiền thuần trong năm	11,742	(21,760)	21,153	14,236
Chi trả cổ tức	(2,180)	(2)	-	-	LN & tương đương tiền cuối kì	28,995	7,625	28,778	43,014
Lợi nhuận giữ lại	(1,444)	5,211	24,069	9,021					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2024	2025	2026F	2027F		2024	2025	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	28,995	7,626	35,233	49,470	Tăng trưởng doanh thu thuần	-17%	15%	23%	-7%
Đầu tư ngắn hạn	14,022	36,136	34,745	32,446	Tăng trưởng EBITDA	-86%	350%	358%	-57%
Phải thu khách hàng	11,895	12,853	16,659	16,890	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-109%	-728%	531%	-62%
Hàng tồn kho	15,891	12,667	15,914	19,447	Tăng trưởng LN trước thuế	-93%	751%	399%	-63%
Các tài sản ngắn hạn khác	713	960	911	929	Tăng trưởng LN ròng	-91%	608%	362%	-63%
Tổng tài sản ngắn hạn	71,516	70,241	103,463	119,181	Tăng trưởng EPS	-91%	514%	265%	-66%
Tài sản cố định	13,020	11,159	10,936	8,902	Biên LN gộp	0.4%	4.3%	17.6%	7.9%
Tài sản vô hình	196	133	84	14	Biên EBITDA	1.2%	4.8%	17.8%	8.2%
Xây dựng cơ bản dở dang	1,352	2,032	12,465	26,934	Biên LN ròng	0.6%	3.7%	13.9%	5.6%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	1.3%	9.0%	33.2%	10.1%
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	-	ROAA	0.8%	6.0%	22.5%	6.3%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	10	9	9	9	ROIC	1.0%	7.3%	21.7%	6.6%
Tài sản dài hạn khác	2,294	1,568	1,991	2,045	Vòng quay tài sản	140.6%	163.2%	162.3%	113.4%
Tổng tài sản dài hạn	16,871	14,902	25,485	37,905	Cổ tức chi trả/LN ròng	296.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Tổng tài sản	88,387	85,143	128,948	157,086	Tổng nợ vay/VCSH	28.6%	17.4%	31.5%	46.1%
Vay & nợ ngắn hạn	15,857	10,504	19,732	25,880	Nợ vay ròng/VCSH	-23.7%	4.8%	-10.2%	-6.9%
Phải trả người bán	14,473	11,343	16,042	18,856	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-14.9%	3.4%	-6.7%	-4.1%
Phải trả ngắn hạn khác	1,654	1,926	987	922	Khả năng thanh toán lãi vay	(2.8)	16.6	51.4	10.5
Tổng nợ ngắn hạn	31,984	23,774	36,761	45,658	Số ngày phải thu	35	33	35	38
Vay & nợ dài hạn	-	-	6,906	17,185	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	47	34	41	48
Các khoản phải trả khác	865	856	818	804	Số ngày phải trả tiền bán	43	31	41	46
Tổng nợ dài hạn	865	856	7,725	17,989	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.2	3.0	2.8	2.6
Tổng nợ	32,849	24,630	44,486	63,647	Khả năng thanh toán nhanh	1.7	2.4	2.4	2.2
Vốn điều lệ	31,005	50,073	50,073	50,073	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.3	1.8	1.9	1.8
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	237	414	4,807	1,802
LN giữ lại	11,826	7,414	26,694	33,920	BVPS (đồng/cp)	17,902	12,079	16,885	18,687
Các quỹ thuộc VCSH	12,675	2,994	7,784	9,579	P/E (lần)	109.5	62.8	5.4	14.4
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	P/B (lần)	1.5	2.2	1.5	1.4
Vốn chủ sở hữu	55,506	60,481	84,550	93,572	Tiền mặt ròng/cp	5,424	6,642	10,035	11,191
Lợi ích cổ đông thiểu số	32	32	(88)	(133)	Dividend yield	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
Tổng vốn chủ sở hữu	55,538	60,513	84,463	93,439					
Tổng nợ và VCSH	88,387	85,143	128,948	157,086					

(*) Lưu ý: Các phần dữ liệu có dấu (*) được tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành tại cuối năm 2025 để đồng nhất cơ sở so sánh

Nguồn: BSR, MBS Research dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Giám đốc Khối Nghiên cứu	Trưởng phòng
<i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	<i>Nguyễn Tiến Dũng</i>