

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

Trung lập (từ Khả quan)

Dầu khí

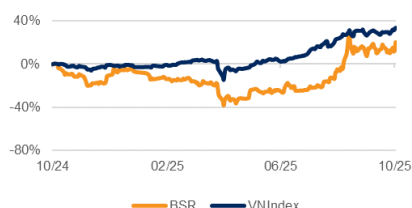
Giá hiện tại	VND15.550
Cao nhất/thấp	VND18.514/9.009
Giá mục tiêu	VND16.700
Giá mục tiêu trước đó	VND13.600
Consensus	-12,0%
Tiềm năng tăng giá	7,4%
Tỷ suất cổ tức	2,8%
Tổng tỷ suất sinh lời	10,2%
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	2,99
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	11,9
Sở hữu NN (tr USD)	899
Số CP lưu hành (tr)	5.007
Số CP sau pha loãng (tr)	5.007

	BSR	Ngành	VNI
P/E trượt	37,6x	10,0x	13,8x
P/B hiện tại	1,5x	0,7x	1,9x
ROA	2,5%	-0,3%	2,2%
ROE	3,6%	-0,0%	13,8%

*dữ liệu ngày 11/11/2025

Diễn biến giá



Hiệu suất (%)	1T	3T	12T
BSR	10,1%	55,9%	21,1%
VNIndex	4,8%	19,9%	33,9%

Cơ cấu sở hữu

PetroVietnam	92,1%
Khác	7,9%

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) sở hữu Nhà máy lọc dầu Dung Quất – nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam với tổng vốn đầu tư 3 tỷ USD, bắt đầu vận hành thương mại từ năm 2011. Nhà máy lọc dầu có công suất thiết kế ~6,5 triệu tấn dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh thấp mỗi năm (tương đương 148.000 thùng/ngày). Sau giai đoạn nâng cấp và mở rộng, công suất nhà máy lọc dầu sẽ tăng thêm 17% lên 7,6 triệu tấn mỗi năm.

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Thị Thanh Hằng

Hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Định giá đã phản ánh đà hồi phục mạnh mẽ

- Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập với tiềm năng tăng giá 7,4% và tỷ suất cổ tức 2,8%. Chúng tôi điều chỉnh nâng giá mục tiêu 27% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 35% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu cao hơn do dự phóng EPS năm 2025/26 tăng và mức P/B mục tiêu cao hơn.
- P/B hiện tại ở mức 1,5x, cao hơn mức P/B bình quân 5 năm là 1,3x, chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang ở mức định giá hợp lý tại vùng giá hiện tại.

Điểm nhấn tài chính

- BSR ghi nhận lợi nhuận trở lại trong Q3/25 với LN ròng 908 tỷ đồng, đảo chiều mạnh từ mức lỗ 1,21 nghìn tỷ đồng trong Q3/24.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2025 tăng 365% svck, chủ yếu nhờ tổng sản lượng tiêu thụ tăng 20,3% khi hoạt động vận hành trở lại bình thường sau đợt bảo dưỡng định kỳ năm 2024 và biên LN lọc dầu tăng 2,1 điểm % svck.

Luận điểm đầu tư

Biên LN lọc dầu phục hồi nửa cuối 2025 nhờ crack diesel và nhiên liệu bay tăng

Crack spread diesel và nhiên liệu máy bay tại châu Á đã phục hồi từ giữa 2025 do nhu cầu vận tải và hàng không duy trì tích cực, tồn kho khu vực thấp và bảo dưỡng theo mùa tại các thị trường lớn. Chúng tôi kỳ vọng biên LN lọc dầu tiếp tục cải thiện trong nửa cuối 2025 nhờ crack diesel và nhiên liệu máy bay phục hồi theo mùa, bảo dưỡng tại các thị trường chủ chốt và tồn kho ổn định. Diễn biến này dự kiến giúp GRM tăng 18,2% svck phục hồi mạnh mẽ LN 2025. Tuy nhiên, khi công suất lọc dầu mới đi vào hoạt động từ 2026, biên LN có thể dần bình thường hóa, hạn chế dư địa tăng trong trung hạn.

LN năm 2025 phục hồi nhờ sản lượng và biên LN cải thiện

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2025 tăng 365% svck từ mức nền thấp của 2024 khi nhà máy hoạt động trở lại toàn bộ sau bảo dưỡng. Tổng sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng 20% svck, bù đắp tác động từ giá Brent giảm 15%, trong khi crack spread và cơ cấu sản phẩm cải thiện làm tăng biên LN gộp. Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng LN ròng tăng 6,0% svck nhờ sản lượng ổn định và GRM duy trì tích cực trong bối cảnh mảng hóa dầu phục hồi dần.

Tăng trưởng dài hạn gắn với kế hoạch mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất

Dự án mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất dự kiến nâng công suất từ 148.000 lên 171.000 thùng/ngày. Dự án ưu tiên gia tăng sản lượng các sản phẩm có giá trị cao như LPG, Jet A1 và nhóm sản phẩm hóa dầu. Trong bối cảnh crack spread biến động mạnh và BSR đã vận hành trên công suất thiết kế, dư địa tăng thêm về hiệu suất sử dụng là khá hạn chế. Vì vậy, mức mở rộng 17% công suất dự kiến vận hành từ 2028, sẽ là động lực tăng trưởng chính trong dài hạn của BSR.

Định giá hiện tại phản ánh kỳ vọng phục hồi trong nửa cuối 2025

Diễn biến tích cực của giá cổ phiếu gần đây phản ánh sự cải thiện tâm lý thị trường sau phê duyệt tăng vốn điều lệ, kỳ vọng nâng hạng thị trường và khả năng được đưa vào VN30 từ 2026. Cùng với triển vọng LN tăng mạnh và biên LN lọc dầu phục hồi, BSR đã được định giá lại đáng kể trong những tháng gần đây. Do phần lớn yếu tố hỗ trợ đã được phản ánh vào giá, chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang ở mức định giá hợp lý tại vùng giá hiện tại.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	(11,8%)	(16,5%)	6,9%	(4,9%)
Tăng trưởng EPS	(42,2%)	(92,6%)	365,0%	6,0%
Biên lợi nhuận gộp	6,5%	0,4%	2,4%	2,8%
Biên lợi nhuận ròng	5,8%	0,5%	2,2%	2,5%
P/E (lần)	14,4	21,1	26,9	25,4
P/B (lần)	1,4	1,4		
ROAE	14,9%	1,1%	5,3%	5,8%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	(47,5%)	(48,9%)	(50,5%)	(33,0%)

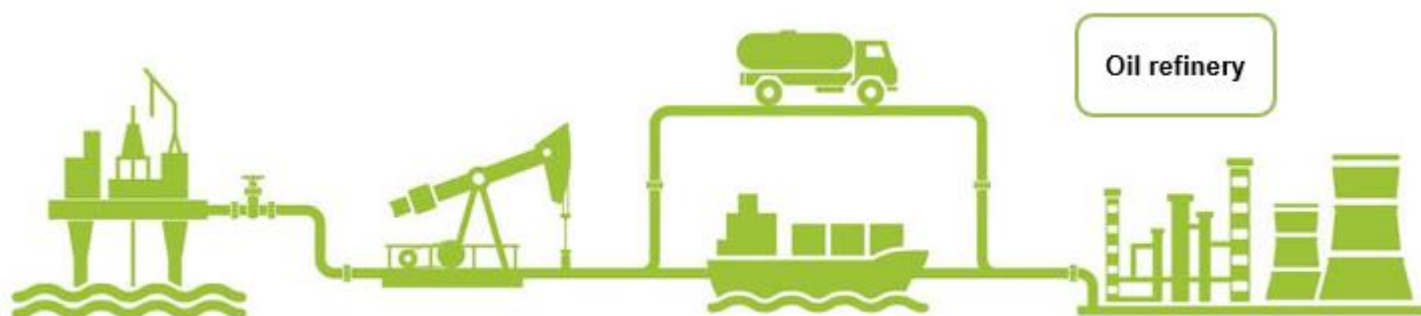
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp:

BSR sở hữu NMLD đầu tiên tại Việt Nam, đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp nhiên liệu cho đất nước

Công ty Cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) sở hữu NMLD Dung Quất – NMLD đầu tiên của Việt Nam, được khởi công xây dựng năm 2005 với tổng vốn đầu tư 3 tỷ USD, bắt đầu vận hành thương mại từ năm 2011. Nhà máy có công suất 6,5 triệu tấn dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh thấp mỗi năm (tương đương 148.000 thùng/ngày). Trên thực tế BSR vẫn duy trì công suất vận hành cao trên 100% trong nhiều năm, đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp các sản phẩm nhiên liệu cho đất nước.

Hình 1: BSR nằm ở phân khúc hạ nguồn trong chuỗi giá trị Dầu khí

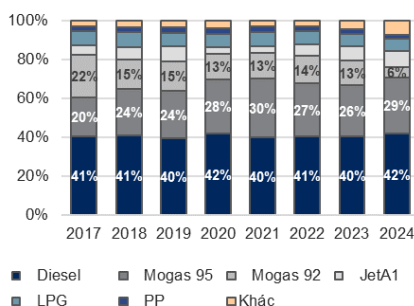


Source: RobecoSAM

Nguồn: RobecoSAM

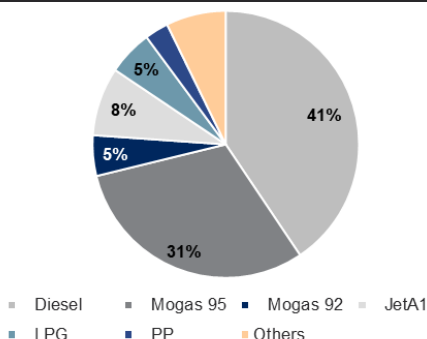
Hiện nay, sản lượng của BSR chủ yếu là các sản phẩm lọc dầu (bao gồm xăng, dầu diesel, dầu FO và LPG), chiếm 96-97% tổng sản lượng sản xuất và đóng góp khoảng 95% tổng doanh thu của BSR. Trong đó, Diesel, xăng Mogas 95 và xăng Mogas 92 là 3 sản phẩm chính của BSR, ước tính đáp ứng 30-35% tổng nhu cầu trong nước.

Hình 2: Tỷ trọng cơ cấu sản phẩm của BSR



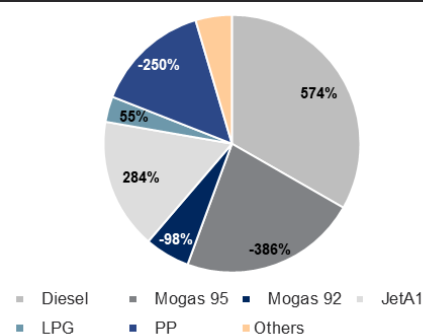
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Tỷ trọng doanh thu theo sản phẩm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Tỷ trọng LN gộp theo sản phẩm năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: Phục hồi mạnh nhờ biên LN gộp mở rộng

Hình 5: KQKD Q3/25

tỷ đồng	Q3/25	% svck	9T25	% svck	% dự phóng
Giá dầu Brent (USD/thùng)	68,2	-13,4%	69,9	-14,6%	99,9%
Sản lượng sản xuất ('000 tấn)	2.030	17,9%	5.870	31,4%	78,5%
Công suất vận hành	125%	19,0 đ %	120,4%	28,8 đ %	104,7%
Doanh thu	35.290	10,5%	103.957	19,4%	84,5%
LN gộp	1.008	n/a	2.407	747,5%	125,1%
Chi phí BH&QLDN	341	16,4%	1.002	21,9%	76,1%
LN tài chính thuần	389	-9,3%	1.074	-17,4%	92,2%
LNTT	1.051	n/a	2.503	220,1%	139,5%
LN ròng	908	n/a	2.152	201,0%	124,8%
Biên LN gộp	2,9%	7,5 đ %	2,3%	2,0 đ %	
Biên LN ròng	2,6%	6,4 đ %	2,1%	1,2 đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DT Q3/25 tăng được hỗ trợ bởi sản lượng cao, bù đắp cho giá dầu giảm

Doanh thu của BSR tăng 10,5% svck trong Q3/25 lên 35 nghìn tỷ đồng, được thúc đẩy bởi mức tăng 17,9% svck trong sản lượng sản xuất lên 2,0 triệu tấn, giúp bù đắp tác động của việc giá dầu giảm mạnh (Brent: -13,4% svck). Sản lượng tăng đã nâng công suất lọc dầu lên thêm 19 điểm % svck lên 125%, tiếp tục duy trì mức vận hành kỷ lục sau giai đoạn bảo dưỡng.

Biên LN gộp Q3/25 mở rộng từ mức nền thấp nhờ crack spread của sản phẩm trung cấp phục hồi

Biên LN gộp tăng 7,5 điểm % svck lên 2,9% trong Q3/25, chủ yếu nhờ sự phục hồi mạnh của hai mảng cốt lõi — diesel và nhiên liệu bay. Crack spread châu Á của hai sản phẩm này lần lượt tăng 35% và 15% svck, giúp biên LN gộp của từng mảng tăng lần lượt 11 điểm % và 7,9 điểm % svck. Mặc dù crack spread xăng tại châu Á giảm 5% svck, biên LN gộp của mảng này vẫn cải thiện khoảng 5 điểm %, thu hẹp khoản lỗ của năm trước. Các mảng khác như hóa dầu và LPG cũng ghi nhận cải thiện biên LN — đáng chú ý, biên LN gộp mảng hóa chất tăng 33 điểm %, giảm mức lỗ gộp xuống còn 6,9%. Sự phục hồi mạnh của biên LN gộp còn được hỗ trợ bởi mức nền thấp của Q3/24, khi giá dầu giảm sâu khoảng 13% trong quý đã làm biên LN bị giảm. Ngược lại, mức giảm giá dầu trong quý này chỉ khoảng 4%, và biên LN gộp của BSR thường mở rộng hơn trong môi trường giá dầu ổn định.

Chi phí BH&QLDN tăng và thu nhập tài chính ròng giảm gây áp lực lên LN

Chi phí BH&QLDN tăng 16,4% svck, chủ yếu do chi phí bán hàng tăng 18% svck. Trong khi đó, thu nhập tài chính ròng giảm 9,3% svck xuống còn 389 tỷ đồng, tạo áp lực nhẹ lên LN ròng Q3/25. Mức giảm này chủ yếu do lãi ròng tỷ giá giảm 53% svck xuống còn 101 tỷ đồng.

LN 9T25 vượt kỳ vọng

Kết quả là, LN ròng Q3/25 đạt 908 tỷ đồng, phục hồi mạnh từ mức sụt giảm sâu của Q3/24, chủ yếu nhờ biên LN gộp cải thiện. Nhờ đó, LN ròng 9T25 tăng 201% svck và vượt kỳ vọng của chúng tôi, hoàn thành 125% kế hoạch LN cả năm 2025.

BSR duy trì tình hình tài chính vững mạnh trong Q3/25, hỗ trợ các dự án đang triển khai

Tổng tiền và tương đương tiền tăng nhẹ 0,4% sv quý trước lên 42,1 nghìn tỷ đồng trong Q3/25, chủ yếu nhờ vay ngắn hạn tăng 25% sv quý trước lên 14,1 nghìn tỷ đồng, trong bối cảnh dòng tiền kinh doanh âm 2,7 nghìn tỷ đồng do nhu cầu vốn lưu động tăng tạm thời. Capex duy trì ở mức hợp lý, đạt 291 tỷ đồng, phù hợp với tiến độ chuẩn bị cho dự án mở rộng Dung Quất. Nhìn chung, BSR duy trì thanh khoản tốt và khả năng linh hoạt tài chính dù có nhu cầu vốn ngắn hạn.

Hình 6: Phân tích bảng cân đối kế toán

tỷ đồng	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25
Tiền và tương đương tiền	44.282	43.017	37.267	41.956	42.122
Số ngày phải thu khách hàng	32	27	31	29	35
Số ngày hàng tồn kho	43	42	41	31	31
Số ngày phải trả nhà cung cấp	30	35	32	25	27
Capex	-118	-172	-141	-283	-291
Khấu hao	552	553	545	553	557
Tài sản cố định	13.555	13.216	12.686	12.182	11.702
Nợ ròng/VCSH	-54%	-49%	-47%	-54%	-49%
Dòng tiền từ hoạt động SXKD	4.681	-932	-1.160	4.168	-2.741
Nợ vay	14.120	15.857	10.886	11.346	14.137

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng 2025–26: LN phục hồi mạnh từ mức nền thấp nửa cuối năm 2025

Hình 7: Điều chỉnh dự phóng KQKD 2025-26

Tỷ đồng	Thực tế	Cũ		Mới		% svck		% Δ		Nhận định
	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	80	70	65	68	62	-15,0%	-8,8%	-2,9%	-4,6%	Thay đổi theo giả định mới nhất của chúng tôi
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	6.485	7.475	7.475	7.800	7.800	20,3%	0,0%	4,3%	4,3%	Chúng tôi đã điều chỉnh dự báo sản lượng tiêu thụ trong năm 2025/26 vì kỳ vọng sản lượng sản xuất sẽ tăng, do nhà máy lọc dầu có thể vận hành với tỷ lệ sử dụng cao hơn sau kỳ bảo dưỡng năm trước.
Công suất vận hành (%)	99,8%	115,0%	115,0%	120,0%	120,0%	20,3 đ %	0,0 đ %	5,0 đ %	5,0 đ %	
Tỷ suất LN lọc dầu (USD/thùng)	2,9	3,3	3,3	3,5	3,6	20,0%	4,7%	5,3%	9,9%	Chúng tôi nâng các giả định về tỷ suất LN lọc dầu (GRM) khi điều chỉnh tăng mức crack spread dự phóng cho dầu diesel và nhiên liệu máy bay trong năm 2025, phản ánh mức phục hồi mạnh hơn dự kiến. Dự báo GRM cao hơn cho giai đoạn 2025–26 cũng bao gồm sự cải thiện cơ cấu sản phẩm theo hướng tăng tỷ trọng các phân khúc có biên lợi nhuận cao như diesel, nhiên liệu máy bay và LPG, đồng thời giảm mảng xăng và hóa dầu — những mảng có biên lợi nhuận thấp hơn — trong một mức độ nhất định
Doanh thu thuần	123.027	123.076	121.396	131.496	125.019	6,9%	-4,9%	6,8%	3,0%	
LN gộp	436	1.924	2.510	3.164	3.514	625,8%	11,1%	64,5%	40,0%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>0,4%</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,1 đ %</i>	<i>0,4 đ %</i>	<i>0,8 đ %</i>	<i>0,7 đ %</i>	Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ biên lợi nhuận lọc dầu (GRM) tăng, chủ yếu do giảm lỗ từ mảng hóa dầu (Petchem)
Chi phí bán hàng	652	702	668	750	688	15,0%	-8,3%	6,8%	3,0%	
Chi phí QLDN	562	615	607	657	625	17,0%	-4,9%	6,8%	3,0%	
EBIT	652	607	1.235	1.757	2.201	169,5%	25,3%	189,5%	78,2%	
LN thuần từ hoạt động tài chính	1.430	1.164	1.087	1.241	980	-13,2%	-21,0%	6,6%	-9,8%	Chúng tôi điều chỉnh dự phóng thu nhập tài chính ròng của năm 2025/2026 lần lượt tăng 6,6% và giảm 9,8% nhằm phản ánh lịch trình nợ được điều chỉnh theo tiến độ giải ngân của dự án nâng cấp và mở rộng. Điều này dẫn đến chi phí lãi vay cao hơn trong năm 2026, khi công ty dự kiến đẩy nhanh giải ngân theo tiến độ 30%-40%-30% trong giai đoạn 2026–2028.
Lợi nhuận khác	30	23	23	25	23	-16,8%	-6,7%	6,8%	3,0%	
LNTT	680	1.794	2.345	3.023	3.205	344,6%	6,0%	68,5%	36,6%	
LN ròng	625	1.724	2.254	2.905	3.080	364,9%	6,0%	68,5%	36,6%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

LN ròng tăng mạnh năm 2025 nhờ sản lượng và biên LN gộp cải thiện

Chúng tôi dự phóng DT năm 2025 tăng 6,9% svck nhờ tổng sản lượng tiêu thụ tăng 20,3% svck từ mức nền thấp của 2024 do bảo dưỡng định kỳ, bù đắp việc giá dầu Brent giảm 15%. Về lợi nhuận, chúng tôi ước tính LN ròng năm 2025 tăng 365% svck nhờ sản lượng và biên LN gộp cải thiện trên nền crack spread hồi phục.

Dư cung sẽ giữ giá dầu Brent ở mức 60–70 USD/thùng trong 2025–26

Chúng tôi dự phóng giá dầu Brent giao dịch ở mức 60–70 USD/thùng trong nửa cuối 2025, được hỗ trợ bởi nhu cầu theo mùa và rủi ro gián đoạn nguồn cung liên quan đến địa chính trị và cấm vận. Tuy nhiên, yếu tố cơ bản toàn cầu vẫn yếu khi nguồn cung vượt nhu cầu; EIA dự báo sản lượng toàn cầu tăng ~2,7 triệu thùng/ngày trong 2025, trong khi nhu cầu chỉ tăng ~1 triệu thùng/ngày.

OPEC+ gần đây thống nhất tăng sản lượng ở mức khiêm tốn trong tháng 12/2025 nhưng sẽ tạm dừng các đợt tăng tiếp theo trong đầu 2026 khi tồn kho tăng và nhu cầu suy yếu. Quyết định này cho thấy ưu tiên của nhóm đang chuyển từ mở rộng thị phần sang ổn định giá, nhằm tránh rủi ro giảm sâu hơn do dư cung.

Chúng tôi dự phóng giá dầu Brent trung bình đạt 68 USD/thùng trong 2025 và 62 USD/thùng trong 2026. Dù nhu cầu yếu và sản lượng tăng hạn chế đà tăng giá, sự kìm hãm nguồn cung từ OPEC+ sẽ giúp giá neo vững trên mức 60 USD/thùng.

Hình 8: Chúng tôi cho rằng giá dầu Brent nhiều khả năng đã tạo đáy ngắn hạn quanh ~60 USD/thùng và sẽ ổn định trong vùng ~65–70 USD/thùng trong nửa cuối 2025



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Biên LN gộp cải thiện nhờ crack spread phục hồi trong ngắn hạn

Biên LN lọc dầu tiếp tục phục hồi trong Q3–Q4/2025, được hỗ trợ bởi nhu cầu sản phẩm ổn định, bảo dưỡng theo mùa và crack dầu diesel – nhiên liệu máy bay tăng. Sau giai đoạn biến động mạnh nửa đầu năm, lọc dầu toàn cầu cho thấy dấu hiệu bình ổn khi giá dầu thô hạ nhiệt và tồn kho sản phẩm duy trì ở mức hợp lý. Báo cáo của OPEC tháng 9–10/2025 cho thấy mùa bảo dưỡng thu tại các nhà máy lớn sẽ siết nguồn cung ngắn hạn, hỗ trợ crack tại châu Á, châu Âu và Mỹ — tiếp nối xu hướng phục hồi từ giữa 2025.

Hình 9: Triển vọng ngắn hạn của thị trường sản phẩm dầu và hoạt động lọc hóa dầu

Sự kiện	Khung thời gian	Nhận định	Châu Á	Châu Âu	Mỹ
Mùa bảo dưỡng lớn của nhà máy lọc dầu vào mùa thu	25/9 – 25/10	Sản lượng sản phẩm lọc dầu dự kiến giảm trong ngắn hạn khi bước vào giai đoạn bảo dưỡng lớn. Điều này có thể dẫn đến tạo áp lực tăng lên crack spread của các sản phẩm.	 Hỗ trợ crack spread sản phẩm	 Hỗ trợ crack spread sản phẩm	 Hỗ trợ crack spread sản phẩm
Mùa hè	25/9 – 25/10	Dù mùa hè kết thúc, dự báo nhu cầu vận chuyển vẫn duy trì, đặc biệt với xăng và nhiên liệu máy bay; hoạt động đường bộ và hàng không phục hồi mạnh có thể hỗ trợ thị trường sản phẩm trong ngắn hạn giữa bối cảnh crack spread tăng.	 Hỗ trợ crack spread nhiên liệu vận tải	 Hỗ trợ crack spread nhiên liệu vận tải	 Hỗ trợ crack spread nhiên liệu vận tải
Tác động từ việc bổ sung công suất lọc dầu mới nhất	Từ 25/9 trở đi	Lượng sản phẩm mới tiềm năng từ các nhà máy mới tại thị trường quốc tế, đặc biệt từ Yulong Petrochemical, Olmeca và Dangote, dự kiến sẽ tăng nguồn cung	 Áp lực lên thị trường	 Áp lực lên thị trường	 Áp lực lên thị trường
Tác động từ việc đóng cửa nhà máy lọc dầu gần đây	Từ 25/9 trở đi	Khoảng 860 thùng/ngày công suất lọc dầu dự kiến bị đóng cửa vào 2025; đồng thời, mở rộng và nhà máy mới dự kiến tăng sản lượng đáng kể.	 Hỗ trợ thị trường	 Hỗ trợ thị trường	 Hỗ trợ thị trường

Nguồn: OPEC

Diễn biến ngắn hạn vẫn thuận lợi như trong hình 9. Mùa bảo dưỡng thu và nhu cầu vận tải ổn định dự kiến giữ crack spread tại châu Á, châu Âu và Mỹ tăng đến hết tháng 10. Trong đó, nhóm middle distillates (diesel, nhiên liệu máy bay) tiếp tục là động lực chính. Crack diesel tại châu Á đã hồi phục lên 22 USD/thùng đầu tháng 10 nhờ nhu cầu vận tải hàng hóa ổn định và công suất lọc dầu giảm. Crack nhiên liệu máy bay đạt trung bình 20 USD/thùng trong tuần đầu tháng 10, trong khi Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA) dự báo bình quân cả năm đạt 17 USD/thùng, phản ánh sự phục hồi bền vững của hàng không. Trong khi đó, crack xăng cũng ổn định ở mức 8–13 USD/thùng trong Q3/25, nhờ tiêu thụ nhiên liệu tại châu Á và Mỹ duy trì tốt sau mùa hè.

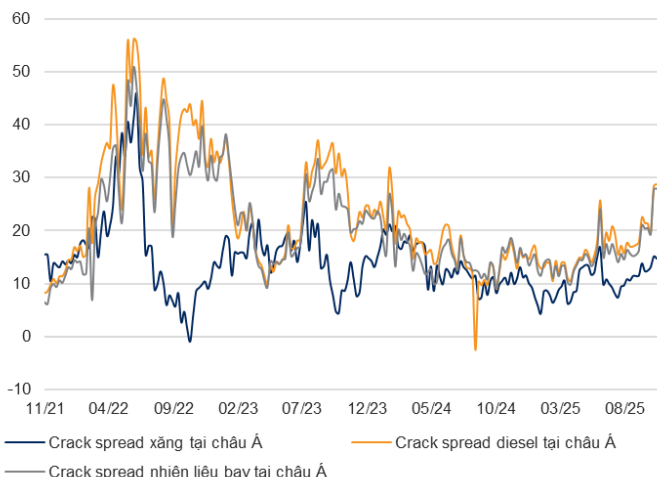
Nhờ vậy, Q3–Q4/25 nhiều khả năng là giai đoạn biên LN lọc dầu hợp nhất trên diện rộng, giúp biên LN lọc dầu (GRM) khu vực châu Á duy trì cao hơn mức bình quân 5 năm.

Tuy nhiên, đà phục hồi biên lọc dầu có thể hạ nhiệt trong 2026 khi công suất mới đi vào hoạt động. Việc các tổ hợp lớn như Yulong (Trung Quốc), Olmeca (Mexico) và Dangote (Nigeria) vận hành sẽ bổ sung nguồn cung, hạn chế dư địa tăng crack. Tồn kho middle distillates tại Singapore vượt 10 triệu thùng (theo Reuters, tháng 10/2025) cũng cho thấy thị trường đang quay lại trạng thái cân bằng.

Tóm lại, Q3–Q4/2025 là giai đoạn phục hồi biên lọc mạnh mẽ nhờ nguồn cung siết và nhu cầu middle distillates vững. Tuy nhiên, bước sang 2026, crack spread sẽ bình ổn dần. Triển vọng ngắn hạn tích cực nhưng trung hạn giảm nhiệt, với crack nhiên liệu máy bay duy trì tốt nhất, diesel ổn định và xăng chịu áp lực.

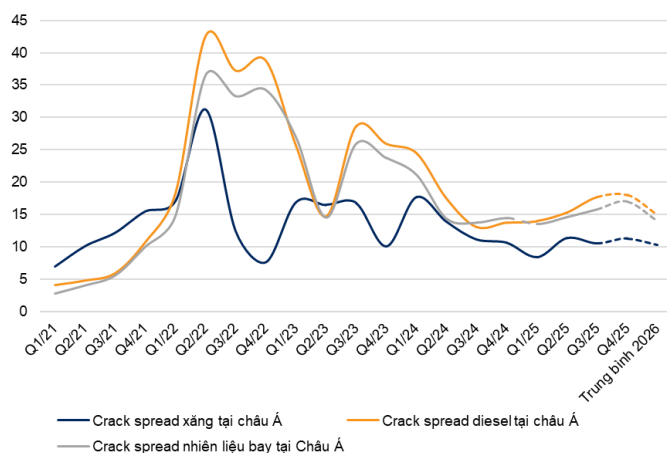
Chúng tôi dự phóng crack bình quân tại châu Á trong năm 2025 đạt khoảng 10,6 USD/thùng (xăng), 16,3 USD/thùng (diesel) và 15,2 USD/thùng (nhiên liệu máy bay), giảm nhẹ trong 2026 xuống lần lượt 10,3 – 15,0 – 14,0 USD/thùng.

Hình 10: Crack spread tiếp tục phục hồi (USD/thùng)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Dự báo crack spread các sản phẩm lọc dầu tại châu Á (USD/thùng)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

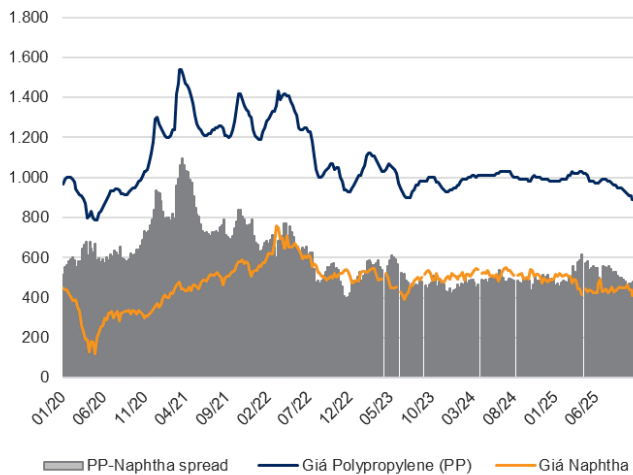
Các mảng khác: Hóa dầu phục hồi chậm; biên LPG giảm nhẹ

Sau nhịp phục hồi ngắn trong Q2/25, mảng hóa dầu của BSR vẫn chịu áp lực từ dư cung toàn cầu và nhu cầu hạ nguồn yếu, khiến giá và crack duy trì thấp. Tuy nhiên, nhiều tín hiệu cho thấy đáy đã hình thành. Theo ICIS và S&P Global (tháng 10/2025), biên hóa dầu tại châu Á dường như đã tạo đáy từ giữa 2025, và cải thiện dần khi tốc độ mở rộng công suất chậm lại, công suất vận hành tại Trung Quốc và ASEAN dần bình thường hóa.

Đối với BSR, dù mảng này vẫn ghi nhận lỗ, chúng tôi kỳ vọng mức lỗ thu hẹp đáng kể trong năm 2025–26 nhờ nhu cầu polypropylene (PP) hồi phục từ nền thấp và áp lực dư cung khu vực giảm. Biên sản phẩm cải thiện dù chỉ một phần cũng có thể hỗ trợ lợi nhuận hợp nhất nhờ quy mô doanh thu lớn của mảng này. Sự phục hồi rõ nét hơn được kỳ vọng từ 2027 khi cung – cầu toàn cầu cân bằng hơn và dự án mở rộng Dung Quất nâng cao linh hoạt cơ cấu sản phẩm.

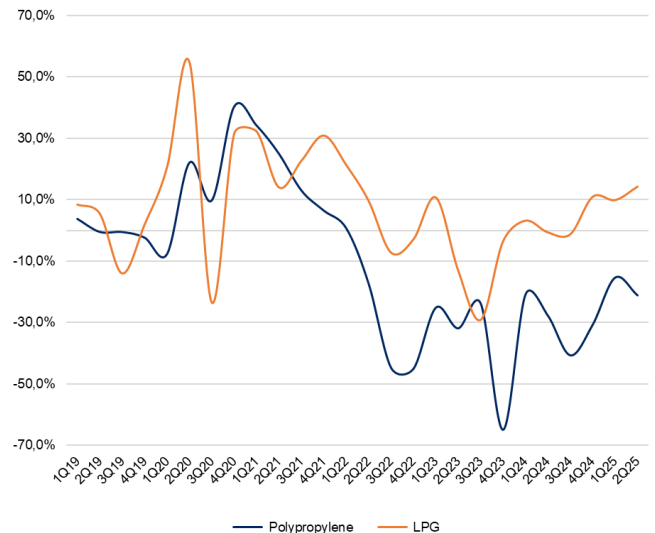
Với LPG, biên gộp cải thiện mạnh trong nửa đầu 2025, đạt 14,3% trong Q2/25. Chúng tôi dự phóng biên LN gộp cả năm tăng 6,7 điểm % svck. Tuy nhiên, trong 2026, dù nhu cầu châu Á tăng nhẹ, dư cung toàn cầu và giá dầu giảm sẽ khiến giá LPG dao động trong biên hẹp. Chúng tôi dự phóng giá LPG giảm ~4% svck trong 2026, kéo crack và biên mảng LPG giảm nhẹ 0,7 điểm % xuống 9,6%. Nhìn chung, LPG vẫn là mảng đóng góp ổn định, bù đắp phần nào sự yếu kém của hóa dầu trong ngắn hạn.

Hình 12: Chênh lệch giá PP–naphtha và giá PP tiếp tục xu hướng giảm, cho thấy biên lợi nhuận hóa dầu vẫn ở mức thấp dù thị trường có cải thiện nhẹ (USD/tấn)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Biên lợi nhuận gộp của các mảng polypropylene (PP) và LPG của BSR



Nguồn: BSR, VNDIRECT RESEARCH

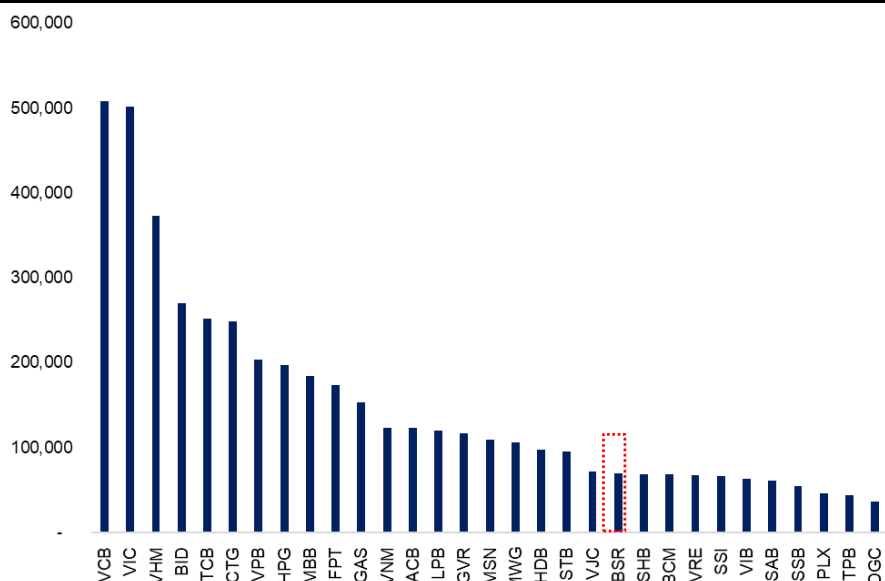
Khả năng được thêm vào VN30 có thể thu hút dòng vốn ngoại

Chúng tôi cho rằng sau khi niêm yết HoSE, BSR có cơ hội được vào rổ VN30 trong các kỳ rà soát 2026, khi đã đạt phần lớn tiêu chí và vốn hóa trung bình 6 tháng đang nằm trong nhóm 21 doanh nghiệp hàng đầu theo tiêu chí VN30. Khoảng cách vốn hóa giữa BSR và cổ phiếu đứng thứ 20 hiện chỉ khoảng 3% (ước tính đến 11/11/2025).

Hiện có bốn ETF mô phỏng VN30 — DCVFMVN30, SSIAM VN30, KIM Growth VN30 và MAFM VN30 — với tổng NAV hơn 10 nghìn tỷ đồng (tháng 9/2025). Nếu BSR được đưa vào VN30, dòng vốn thụ động từ các ETF này có thể tạo cầu đáng kể cho cổ phiếu, hỗ trợ thanh khoản và định giá.

Ngoài ra, thông báo nâng hạng thị trường của Việt Nam trong tháng 9/2025 — kỳ vọng chuyển từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi theo FTSE Russell — có thể đẩy mạnh tác động tích cực nếu BSR được vào VN30 trong 2026. Việc nâng hạng sẽ thu hút mạnh dòng vốn tổ chức nước ngoài, đặc biệt từ các ETF thị trường mới nổi. Trong bối cảnh đó, việc có mặt trong VN30 sẽ gia tăng tính hiện diện và khả năng được phân bổ vốn, đóng vai trò chất xúc tác ngắn hạn cho thanh khoản, room ngoại và định giá sau khi BSR niêm yết HoSE.

Hình 14: Vốn hóa thị trường trung bình 6 tháng của BSR và VN30 (đơn vị: tỷ đồng, dữ liệu tính đến ngày 11/11/2025)



Nguồn: FiinproX, VNDIRECT RESEARCH

Cập nhật tiến độ dự án nâng cấp và mở rộng

Dự án nâng cấp và mở rộng nhà máy lọc dầu đang diễn ra thuận lợi. BSR đã giải ngân một phần nhỏ cho công tác chuẩn bị và dự kiến tăng tốc giải ngân trong giai đoạn 2026–28, theo lộ trình phân bổ 30%–40%–30%. Công ty đặt mục tiêu tài trợ khoảng 60% tổng mức đầu tư bằng vốn chủ, giúp hạn chế đòn bẩy và giảm chi phí lãi vay trong tương lai.

Hình 15: Dự án nâng cấp và mở rộng

Danh mục	Chi tiết
1. Mục tiêu dự án	- Mở rộng công suất lọc dầu thêm 15% lên 171.000 thùng/ngày. - Nâng cấp chất lượng sản phẩm đạt tiêu chuẩn EURO V. - Tăng tính linh hoạt trong xử lý nhiều loại dầu thô khác nhau. - Tối ưu cơ cấu sản phẩm theo hướng tăng các sản phẩm có giá trị cao.
2. Phạm vi dự án	- Tổng CapEx: ~1,49 tỷ USD - Trọng tâm: Tuân thủ tiêu chuẩn Euro V. - Thời gian thực hiện: 2024–2028.
3. Tiến độ triển khai	- Tháng 5/2025: Nhận FEED điều chỉnh. - Tháng 7/2025: Phê duyệt FEED & CapEx; phát hành hồ sơ mời thầu EPC. - Tháng 12/2025: Ký hợp đồng EPC. - Quý 3/2028: Vận hành thương mại.
4. Kế hoạch tài trợ	- Cơ cấu vốn: 60% vốn chủ sở hữu, 40% nợ vay. - Vốn chủ sở hữu: Tăng vốn lên 50 nghìn tỷ VND thông qua cổ tức bằng cổ phiếu - Nợ vay: Các khoản vay dài hạn sẽ được giải ngân chủ yếu trong giai đoạn 2026–2028.
5. Ý nghĩa chiến lược	- Tăng cường năng lực cạnh tranh dài hạn và khả năng tuân thủ môi trường của BSR. - Giảm phụ thuộc vào dầu thô ngọt nhẹ trong nước - Cải thiện lợi nhuận nhờ tăng tỷ lệ sản phẩm chưng cất trung bình (middle distillates). - Động lực tăng trưởng chủ chốt sau 2028 khi công suất hiện tại đã vượt >120% công suất thiết

Định giá: Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu mới 16.700 đồng/cp

Giá mục tiêu 16.700 đồng/cp (+26,0% so với báo cáo trước) được xác định dựa trên trung bình trọng số bằng nhau giữa mô hình DCF và hệ số P/B mục tiêu cho năm 2025.

Mức giá mục tiêu cao hơn đến từ: (1) EPS năm 2025/26 lần lượt tăng 68,5%/36,6%; và (2) hệ số P/B mục tiêu cao hơn, đồng thời sử dụng BVPS bình quân giai đoạn 2025–26. Chúng tôi nâng P/B mục tiêu từ 1,3x lên 1,6x (tương ứng mức premium 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm) nhằm phản ánh tâm lý thị trường tích cực hơn đối với BSR, được hỗ trợ bởi môi trường giá dầu ổn định, crack spread phục hồi ngắn hạn, cổ tức cổ phiếu 61,5% gần đây và kỳ vọng nâng hạng thị trường Việt Nam trong năm tới.

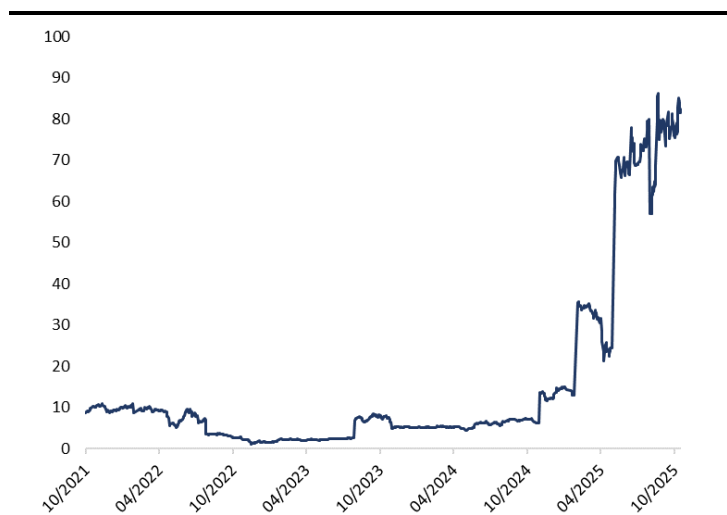
Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị BSR xuống Trung lập vì mức định giá hiện tại đã phản ánh phần lớn triển vọng phục hồi lợi nhuận mạnh trong năm 2025–26. Cổ phiếu đang giao dịch quanh mức P/B 1,5x, gần với mức mục tiêu 1,6x P/B năm 2025 và cao hơn mức bình quân 5 năm (1,3x), cho thấy dư địa tăng giá không còn nhiều.

Hình 16: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
P/B mục tiêu 2025 là 1,6 x	17.619	50%	8.809
DCF	15.799	50%	7.899
Giá mục tiêu			16.709
Giá mục tiêu (làm tròn)			16.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: EV/EBITDA lịch sử của BSR



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: P/B lịch sử của BSR



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Định giá DCF – Tóm tắt dòng tiền tự do (FCF)

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
DT thuần	131.496	125.019	113.327	121.674	122.092	127.360	131.756	135.849	139.647	143.161
% svck	6,9%	-4,9%	-9,4%	7,4%	0,3%	4,3%	3,5%	3,1%	2,8%	2,5%
COGS & OPEX	(129.739)	(122.817)	(110.109)	(117.773)	(117.008)	(122.519)	(126.748)	(130.686)	(134.340)	(137.720)
EBIT	1.757	2.201	3.218	3.900	5.084	4.841	5.008	5.163	5.308	5.441
Biên LN hoạt động KD	1,3%	1,8%	2,8%	3,2%	4,2%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Thuế khã dụng	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT * (1-mức thuế)	1.582	1.981	2.896	3.510	4.575	4.357	4.507	4.647	4.777	4.897
+ Chi phí khấu hao	2.301	2.314	2.355	4.133	4.170	4.137	4.066	4.192	4.309	4.418
% doanh thu	1,7%	1,9%	2,1%	3,4%	3,4%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
- CapEx	(1.229)	(10.820)	(14.474)	(10.507)	(883)	(921)	(953)	(983)	(1.010)	(859)
% doanh thu	-0,9%	-8,7%	-12,8%	-8,6%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,6%
+ Thay đổi vốn lưu động	572	(381)	620	(806)	2.034	1.254	742	1.320	1.033	942
% doanh thu	0,4%	-0,3%	0,5%	-0,7%	1,7%	1,0%	0,6%	1,0%	0,7%	0,7%
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.266	1.003	1.215	157	244	585	605	624	641	657
% doanh thu	1,0%	0,8%	1,1%	0,1%	0,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Dòng tiền tự do (UFCF)	4.491	(5.903)	(7.388)	(3.513)	10.141	9.411	8.966	9.800	9.750	10.055

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,2
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%
Chi phí VCSH	13,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	57.255
Nợ	10.970
Chi phí nợ	5,0%
Mức thuế	10,0%
WACC	11,7%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Bảng phân tích độ nhạy cho định giá DCF

		Chi phí VCSH (%)					
Tăng trưởng dài hạn (%)	Cơ sở	Cơ sở					
			12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
		0,0%	16.362	17.040	17.040	16.362	15.164
		0,5%	16.738	17.462	17.462	16.738	15.467
		1,0%	17.153	17.928	17.928	17.153	15.799
		1,5%	17.613	18.447	18.447	17.613	16.163
		2,0%	18.124	19.028	19.028	18.124	16.565

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: So sánh ngành lọc hóa dầu

Công ty	Mã	Vốn hóa tr USD	Tăng trưởng EPS (%)		P/E (x)		EV/EBITDA (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		Nợ ròng/VCSH
			2025	2026	TTM	2025	TTM	2025	Hiện tại	2025	2025	2025	2025	2025	
Thai Oil	TOP TB	2.498	46,7	-4,9	5,4	6,3	8,2	9,5	0,5	0,5	7,4%	3,1%			81,0%
IRPC	IRPC TB	680,8	23,0	73,8	N/A	N/A	9,0	11,2	0,3	0,3	-5,2%	-1,9%			88,6%
Star Petroleum Refining	SPRC TB	702,2	-25,2	36,8	N/A	15,4	118,1	5,5	0,6	0,6	3,9%	2,2%			22,7%
PTT Global Chemical	PTTGC TB	2.837	66,7	149,6	N/A	N/A	15,8	11,5	0,3	0,4	-3,1%	-1,1%			83,7%
GS Holdings Corp	078930 KS	3.578	9,1	3,5	9,3	8,4	4,9	5,8	0,4	0,4	4,2%	2,4%			47,8%
S-Oil Corp	010950 KS	6.318	146,9	647,9	N/A	118,6	70,1	15,8	1,1	1,1	0,8%	0,1%			69,4%
Hindustan Petroleum	HPCL IN	11.573	115,7	-14,1	15,2	7,0	6,2	5,9	2,0	1,7	25,5%	7,1%			131,2%
Trung bình			54,7	127,5	10,0	31,2	33,2	9,3	0,7	0,7	4,8%	1,7%			74,9%
Lọc hóa dầu Bình Sơn	BSR VN	2.959	365,0	6,0	37,6	27,0	14,6	14,0	1,4	1,4	5,3%	3,2%			-48,9%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu ngày 11/11/2025)

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá đến từ việc vào VN30.
- Rủi ro giảm giá bao gồm crack spread thấp hơn dự kiến cũng như sự sụt giảm của giá dầu.

Báo cáo kết quả HĐKD

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	57.959	101.080	167.124	147.423	123.027	131.496	125.019
Giá vốn hàng bán	(60.184)	(93.381)	(151.027)	(137.815)	(122.536)	(128.332)	(121.505)
Lợi nhuận gộp	(2.225)	7.699	16.096	9.608	491	3.164	3.514
Chi phí QLDN	(269)	(407)	(515)	(626)	(561)	(657)	(625)
Chi phí bán hàng	(552)	(781)	(909)	(1.034)	(652)	(750)	(688)
Lợi nhuận hoạt động	(3.046)	6.511	14.673	7.948	(722)	1.757	2.201
EBITDA thuần	(494)	8.822	16.865	10.217	1.498	4.058	4.515
Chi phí khấu hao	(2.552)	(2.311)	(2.192)	(2.269)	(2.221)	(2.301)	(2.314)
LN hoạt động trước thuế và lãi vay	(3.046)	6.511	14.673	7.948	(722)	1.757	2.201
Thu nhập tài chính	666	1.015	1.750	2.658	2.230	1.791	2.168
Chi phí tài chính	(498)	(619)	(923)	(1.154)	(800)	(550)	(1.188)
Thu nhập ròng khác	25	34	86	32	28	25	23
Thu nhập từ công ty LDLK	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	(2.852)	6.941	15.586	9.484	736	3.023	3.205
Thuế	(2)	(303)	(890)	(1.011)	(135)	(302)	(320)
Lợi nhuận ròng	(2.819)	6.716	14.726	8.510	631	2.905	3.080
LN ròng sau điều chỉnh	(2.819)	6.716	14.726	8.510	631	2.905	3.080

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tiền & tương đương tiền	12.793	16.346	22.853	17.001	28.995	31.475	27.905
Đầu tư tài chính ngắn hạn	958	4.190	2.172	21.122	14.022	13.321	11.323
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.851	13.601	16.553	14.999	12.457	14.411	12.673
Hàng tồn kho	8.399	10.358	16.809	15.352	15.891	14.064	13.648
Tài sản ngắn hạn khác	46	50	84	73	150	161	153
Tổng tài sản ngắn hạn	30.047	44.544	58.471	68.546	71.516	73.431	65.702
Tài sản cố định	22.376	20.136	18.075	16.059	13.216	12.144	20.650
Tổng đầu tư	10	10	10	10	10	9	9
Tài sản dài hạn khác	3.490	2.105	1.931	1.839	3.646	4.011	3.761
Tổng tài sản dài hạn	55.923	66.796	78.488	86.453	88.387	89.596	90.122
	0	0	0	0	0	0	0
Nợ vay ngắn hạn	9.969	9.829	8.954	10.970	15.857	16.391	14.459
Phải trả người bán	6.966	9.450	14.836	14.617	14.473	14.411	11.988
Phải trả ngắn hạn khác	3.490	7.661	2.225	2.851	1.654	2.425	2.306
Tổng phải trả ngắn hạn	20.424	26.940	26.015	28.439	31.984	33.227	28.753
Nợ vay dài hạn	3.022	943	0	0	0	738	7.229
Phải trả dài hạn khác	1.401	1.349	1.282	884	865	891	917
Vốn điều lệ	31.005	31.005	31.005	31.005	31.005	50.073	50.073
Lợi nhuận giữ lại	38	6.562	14.652	16.202	11.826	(7.919)	(9.327)
Vốn chủ sở hữu	31.075	37.564	51.190	57.131	55.538	54.740	53.223
Lợi ích cổ đông thiểu số	29	(6)	(65)	(124)	32	(88)	(198)
Tổng nợ và VCSH	55.923	66.796	78.488	86.453	88.387	89.596	90.122

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Lợi nhuận trước thuế	(2.852)	6.941	15.586	9.486	680	3.023	3.205
Khấu hao	2.552	2.311	2.192	2.269	2.221	2.301	2.314
Thuế đã nộp	(58)	(193)	(918)	(887)	(523)	(302)	(320)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	1.295	884	(8.454)	3.792	(197)	572	(381)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	425	8.972	7.088	11.672	(95)	3.208	2.035
Đầu tư tài sản cố định	(173)	(63)	(220)	(230)	(521)	(1.229)	(10.820)
Thu từ TL, nhượng bán tài sản cố định	4	0	0	1	2	0	0
Các khoản khác	(583)	(2.715)	2.915	(17.646)	8.509	1.733	3.159
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(753)	(2.779)	2.695	(17.874)	7.990	503	(7.661)
Thu từ phát hành CP, nhận góp VCSH	0	0	0	0	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	4.772	(2.138)	(1.918)	1.989	6.013	1.272	4.559
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2)	(502)	(1.347)	(2.164)	(2.166)	(2.504)	(2.504)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	4.770	(2.640)	(3.265)	(175)	3.848	(1.232)	2.056
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	8.352	12.793	16.346	22.853	17.001	28.995	31.475
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	4.442	3.553	6.518	(6.377)	11.742	2.480	(3.570)
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	12.793	16.346	22.853	17.001	28.995	31.475	27.905

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS (VND)	(909,2)	2.165,9	4.749,5	2.744,6	203,6	580,2	615,0
Price Earnings	(25,8)	7,2	4,0	7,3	7,3	26,9	25,4
PEG 1 năm	7,6	6,0	(9,5)	(7,9)	3,9	448,6	66,2
EV/EBIT	(23,6)	5,6	2,9	4,5	(49,5)	28,7	27,5
EV/EBITDA	(145,7)	4,2	2,6	3,5	23,9	12,4	13,4
P/S	1,3	0,5	0,4	0,4	0,0	0,6	0,6
P/B	2,3	1,3	1,2	1,1	0,1	1,4	1,5
Tỷ suất cổ tức	0,0%	1,0%	2,3%	3,5%	47,1%	3,2%	3,2%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	-0,1%	7,5%	9,1%	25,4%	343,1%	86,2%	81,3%

Chỉ số tăng trưởng

Tăng trưởng doanh thu	-43,6%	74,4%	65,3%	-11,8%	-16,5%	6,9%	-4,9%
Tăng trưởng LN gộp	-156,0%	-446,0%	109,1%	-40,3%	-94,9%	544,4%	11,1%
Tăng trưởng LN ròng	-196,7%	-338,2%	119,3%	-42,2%	-92,6%	360,3%	6,0%
Tăng trưởng EPS	-196,7%	-338,2%	119,3%	-42,2%	-92,6%	185,0%	6,0%

Chỉ số hiệu quả sinh lời

Biên LN gộp	NM	7,6%	9,6%	6,5%	0,4%	2,4%	2,8%
Biên EBITDA	-0,9%	8,7%	10,1%	6,9%	1,2%	3,1%	3,6%
Biên LN hoạt động	-5,0%	6,8%	9,3%	6,4%	0,6%	2,3%	2,5%
Biên LN ròng	-4,9%	6,6%	8,8%	5,8%	0,5%	2,2%	2,5%
ROAA	-5,2%	10,9%	20,3%	10,3%	0,7%	3,3%	3,4%
ROAE	-8,7%	19,6%	33,2%	15,7%	1,1%	5,3%	5,7%

Chỉ số đòn bẩy

Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	(9,4)	16,0	58,0	27,6	(2,8)	5,3	3,8
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	(1,0)	18,8	35,7	19,8	1,9	2,6	0,4
Nợ vay / Vốn	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3
Nợ vay / VCSH	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
Nợ vay ròng / VCSH	(0,0)	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,3)

Chỉ số thanh khoản

Vòng quay tổng tài sản	1,1	1,6	2,3	1,8	1,4	1,5	1,4
Vòng quay khoản phải thu	6,5	9,4	11,1	9,3	9,0	9,8	9,2
Số ngày phải thu	56,1	38,7	32,9	39,1	40,7	37,3	39,5
Vòng quay khoản phải trả	9,3	11,6	13,0	9,3	8,5	8,8	9,2
Số ngày phải trả	39,4	31,4	28,1	39,4	43,1	41,7	39,8
Vòng quay hàng tồn kho	7,2	10,0	11,1	8,6	7,8	8,6	8,8
Số ngày tồn kho	50,9	36,7	32,8	42,6	46,5	42,6	41,6
Hệ số thanh toán hiện hành	1,5	1,7	2,2	2,4	2,2	2,2	2,3
Hệ số thanh toán nhanh	1,1	1,3	1,6	1,9	1,7	1,8	1,8

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng Năng lượng và Hóa chất

Email: hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Hằng – Chuyên viên phân tích

Email: hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Phường Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>