



CTCP LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN

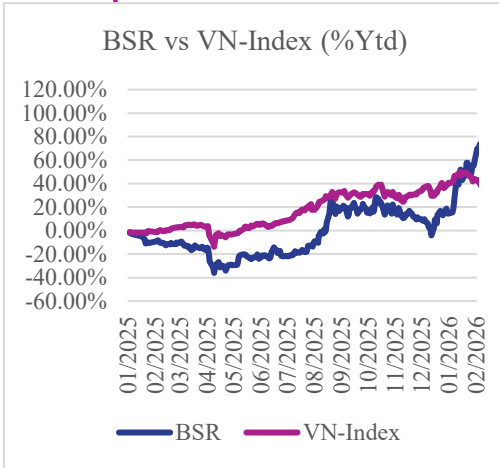
HOSE: BSR – TÍCH CỰC

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

Ngành: Dầu Khí

Giá mục tiêu	29.140
Giá hiện tại	25.100
Lợi nhuận kỳ vọng	16,1%
Khuyến nghị	Tích cực

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Thông tin giao dịch (06/04/2026)

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	25.100
Giá cao nhất 52W	37.900
Giá thấp nhất 52W	9.000
Số lượng CP niêm yết	5.007.299.686
Số lượng CP lưu hành	5.007.299.686
Sở hữu nước ngoài	2,25%
KLBQ 52W (cp)	12.081.663
EPS (vnd/cp)	1.539
P/E	17,12x
P/B	2,18x
Vốn hóa (tỷ đồng)	125.683

(*) EPS theo BCKQKD 4 quý gần nhất

Analyst: Phan Huy Minh

minhph@vixs.vn

Chúng tôi đánh giá **TÍCH CỰC** đối với CTCP Lộc Hóa Dầu Bình Sơn (BSR) dựa trên triển vọng kết quả kinh doanh duy trì tích cực trong giai đoạn 2026-2027, nhờ biên lợi nhuận được cải thiện do biến động nguồn cung xăng dầu toàn cầu. Chúng tôi ước tính Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế của BSR lần lượt đạt 169.522 tỷ và 10.665 tỷ trong năm 2026 – tương đương với mức tăng trưởng 19,7% và 105,5% YoY.

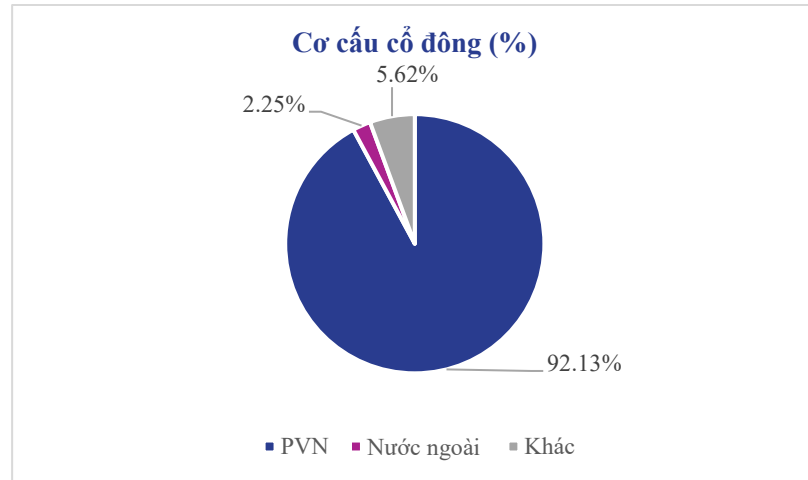
Điểm nhấn Đầu tư:

- **Biên lợi nhuận được hỗ trợ nhờ diễn biến thuận lợi của crack spread:** Sau giai đoạn phục hồi trong năm 2025, với doanh thu đạt khoảng 141 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế khoảng 5,2 nghìn tỷ đồng, BSR bước sang năm 2026 với triển vọng tích cực hơn về biên lợi nhuận. Cụ thể, crack spread được kỳ vọng duy trì ở mức cao khi giá dầu biến động mạnh, qua đó củng cố lợi nhuận trong ngắn hạn. Đáng chú ý, crack spread của các sản phẩm trung chung cất như diesel và nhiên liệu bay ghi duy trì ở mức cao, khoảng 50 USD/thùng trong tháng 3, trong khi xăng duy trì ở mức thấp hơn, quanh 30 USD/thùng.
- **Kế hoạch nâng cấp & mở rộng nhà máy giúp gia tăng sản lượng và đa dạng hóa nguồn cung đầu vào:** Dự án nâng cấp và mở rộng nhà máy Dung Quất với tổng mức đầu tư khoảng 33 nghìn tỷ đồng, dự kiến hoàn thành vào Q2/2028, qua đó nâng công suất thiết kế từ khoảng 148.000 thùng/ngày lên trên 171.000 thùng/ngày (tương đương mức tăng khoảng 16%). Đồng thời, dự án cũng giúp nâng cao khả năng xử lý dầu thô có chất lượng thấp hơn (hàm lượng lưu huỳnh cao hơn), qua đó mở rộng khả năng lựa chọn nguyên liệu đầu vào, tối ưu chi phí và cải thiện biên lợi nhuận trong dài hạn.
- **Doanh thu tài chính đóng vai trò như một “tấm đệm lợi nhuận” trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao:** Với lượng tiền mặt và tiền gửi lớn, BSR có khả năng hưởng lợi trực tiếp từ mặt bằng lãi suất cao, qua đó duy trì nguồn thu tài chính ổn định, đóng góp tích cực vào tăng trưởng lợi nhuận và hỗ trợ cải thiện kết quả kinh doanh tổng thể.

Yếu tố cần theo dõi: (1) Diễn biến giá dầu thô & crack spread, và (2) Xu hướng lãi suất tiền gửi.

1. Tổng quan về CTCP Lọc Hóa Dầu Bình Sơn (BSR)

Cơ cấu cổ đông cô đặc

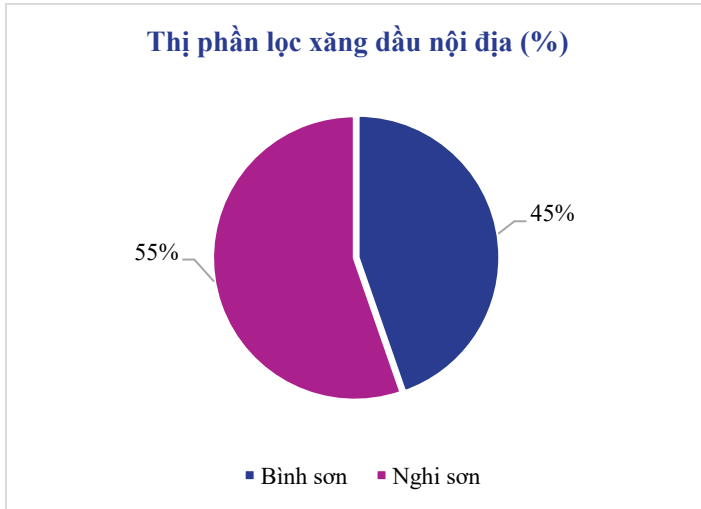


Nguồn: BSR

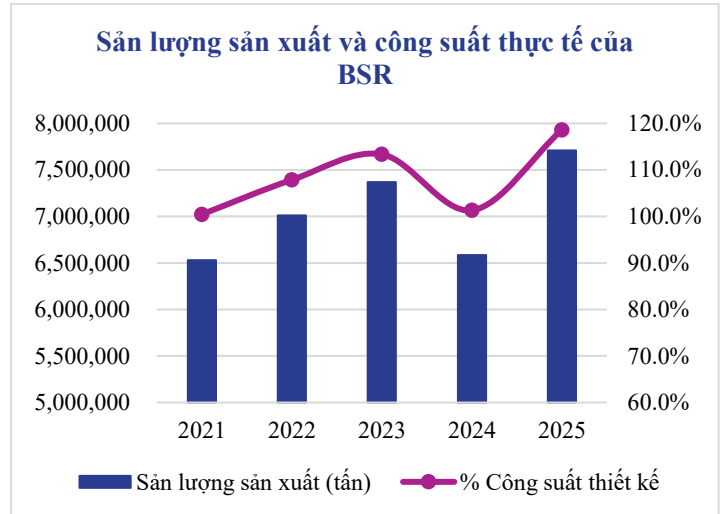
Về cơ cấu sở hữu, BSR hiện đang có một cổ đông chi phối tuyệt đối là Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) với tỷ lệ nắm giữ lên tới 92,13% vốn điều lệ. Do PVN là doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% vốn, BSR đóng vai trò then chốt và chịu sự quản lý trực tiếp từ các cơ quan Nhà nước trong chiến lược năng lượng quốc gia. Khoảng 7,87% cổ phần còn lại được phân mảnh giữa các cổ đông nước ngoài (2,25%) và các cá nhân, tổ chức khác (5,62%).

Doanh nghiệp lọc hóa dầu chủ lực tại Việt Nam, cung cấp khoảng 30-35% nhu cầu xăng dầu nội địa

CTCP Lọc Hóa Dầu Bình Sơn là duy trì vị thế là một trong hai doanh nghiệp lọc hóa dầu chủ lực tại Việt Nam, chiếm khoảng 45% thị phần nội địa, qua đó đóng vai trò quan trọng trong việc đảm bảo nguồn cung xăng dầu trong nước. Đáng chú ý, công suất vận hành thực tế của BSR liên tục duy trì ở mức cao, thường xuyên vượt công suất thiết kế, phản ánh khả năng tối ưu hóa hoạt động sản xuất nhằm tận dụng điều kiện thị trường thuận lợi. Việc sản lượng và công suất phục hồi mạnh trong năm 2025 cho thấy hoạt động của nhà máy đã quay trở lại trạng thái bình thường sau đợt bảo dưỡng vào năm 2024 khi công suất giảm xuống chỉ còn 100% so với khoảng 115% các năm trước đó, tạo nền tảng tích cực cho tăng trưởng sản lượng và cải thiện hiệu quả sinh lời trong các năm tới.



Nguồn: BSR

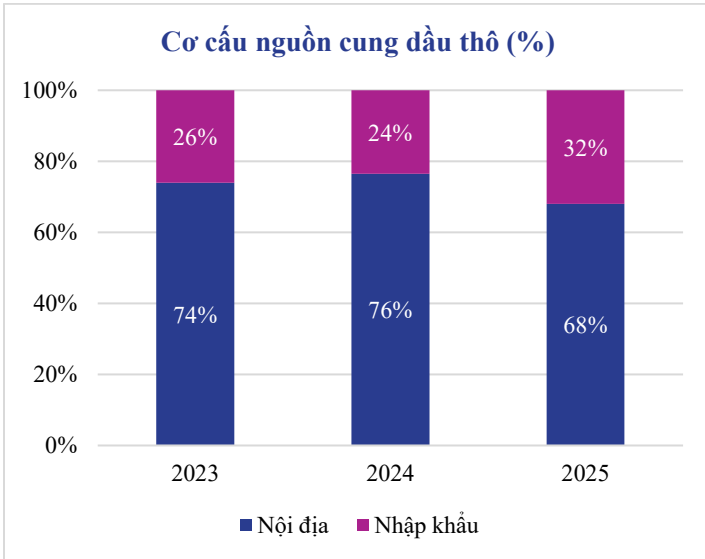


Nguồn: BSR

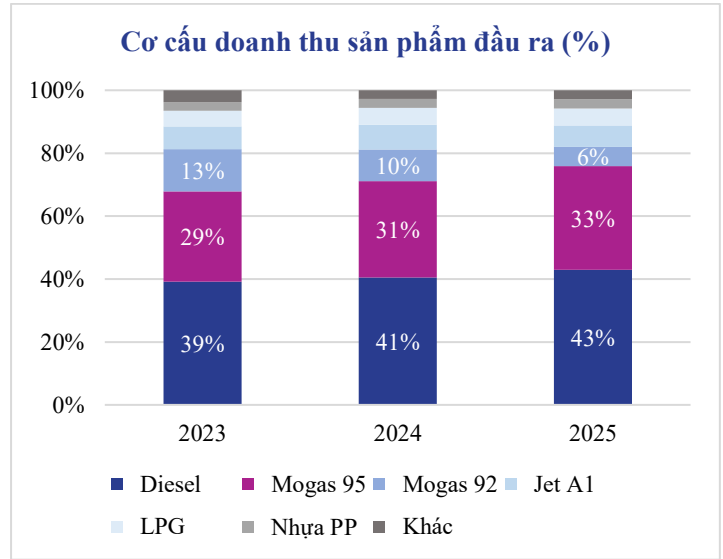
Chuỗi lọc hóa dầu với nguồn dầu thô nội địa làm nền tảng và cơ cấu sản phẩm đầu ra tối ưu

Cơ cấu nguồn dầu thô của BSR cho thấy doanh nghiệp sử dụng chủ yếu dầu thô từ các mỏ nội địa, chiếm khoảng 70% tổng nguồn cung, trong khi phần còn lại được nhập khẩu từ các thị trường như Azerbaijan, Mỹ, Tây Phi và Trung Đông nhằm bổ sung và đa dạng hóa nguồn nguyên liệu. Về loại dầu thô, BSR chủ yếu sử dụng dầu thô nhẹ ngọt, đồng thời phối trộn thêm một phần dầu thô trung bình nhằm tối ưu hiệu suất chế biến và linh hoạt nguồn nguyên liệu.

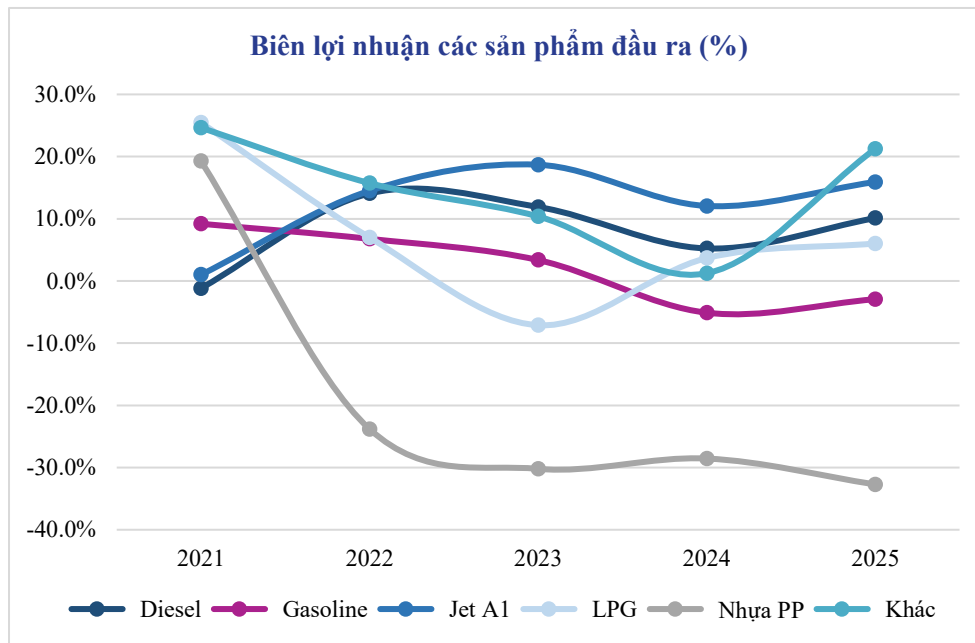
Ở đầu ra, cơ cấu sản phẩm của BSR tập trung vào các sản phẩm chủ lực như diesel và xăng, mỗi loại chiếm khoảng 40% sản lượng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận giữa các nhóm sản phẩm có sự phân hóa đáng kể. Trong đó, Jet A1 và nhóm sản phẩm khác ghi nhận mức biên cao nhất (khoảng 12–25%), trong khi diesel – sản phẩm chủ lực – duy trì biên ở mức trung bình (5–15%), đóng góp ổn định vào lợi nhuận. Ngược lại, xăng có biên thấp và biến động mạnh, thậm chí ghi nhận mức âm trong một số giai đoạn, còn nhựa PP có biên âm sâu (-25% đến -35%), qua đó tạo áp lực lên hiệu quả kinh doanh chung.



Nguồn: BSR



Nguồn: BSR

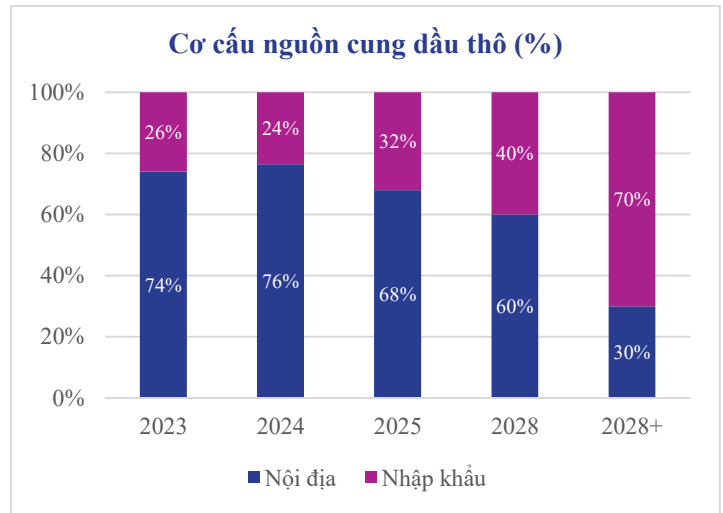
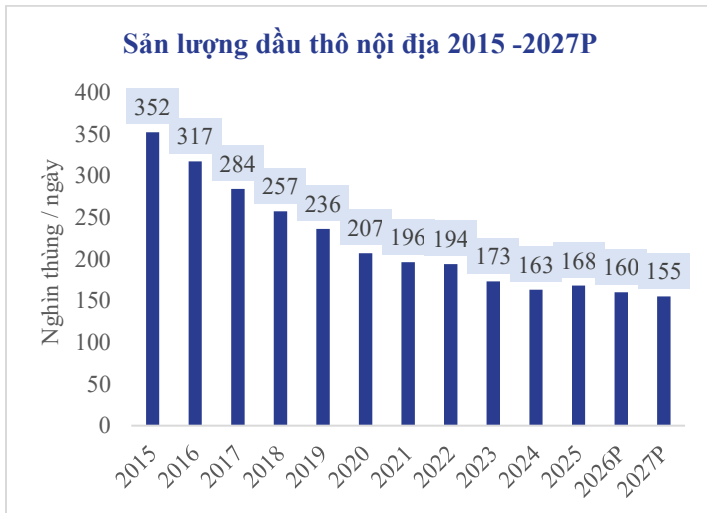


Nguồn: BSR

2. Diễn biến ngành lọc hóa dầu trong giai đoạn hiện tại

Nguồn cung dầu thô nội địa suy giảm khi trữ lượng các mỏ hiện hữu dần cạn kiệt

Sản lượng dầu thô nội địa của Việt Nam ghi nhận xu hướng suy giảm rõ rệt trong giai đoạn 2015–2025, từ khoảng 350 nghìn thùng/ngày xuống còn khoảng 170 nghìn thùng/ngày, phản ánh sự suy kiệt dần của các mỏ hiện hữu. Xu hướng này nhiều khả năng sẽ tiếp diễn khi các mỏ bước vào giai đoạn khai thác cuối, với áp suất vỉa suy giảm, tỷ lệ ngập nước cao (70–80%) và chi phí duy trì sản lượng gia tăng. Trong bối cảnh đó, cơ cấu nguồn cung dầu thô của BSR dự kiến sẽ chuyển dịch mạnh sang nguồn nhập khẩu, với tỷ trọng dầu nhập khẩu có thể tăng lên khoảng 40% vào năm 2028 và có thể lên tới 70% trong các năm sau đó.

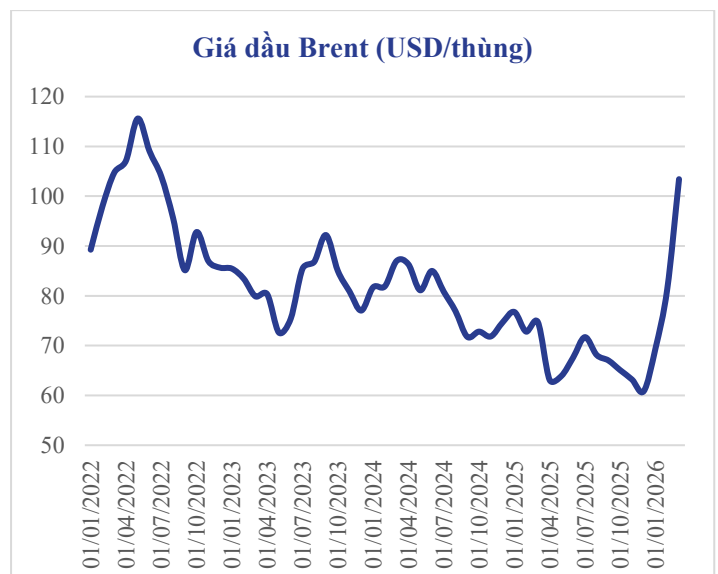
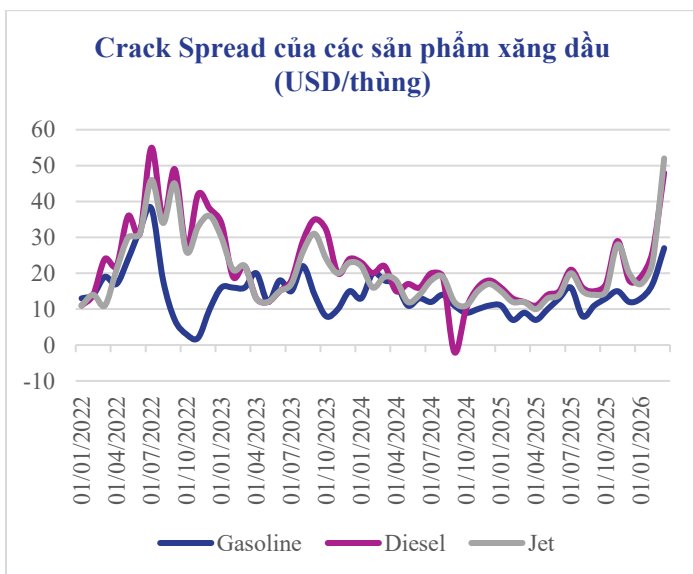


Nguồn: BSR, VIX RESEARCH Tổng hợp

Nguồn: BSR, VIX RESEARCH Tổng hợp

Crack spread duy trì ở mức cao nhờ gián đoạn nguồn cung và biến động giá dầu toàn cầu

Diễn biến crack spread ghi nhận mức tăng mạnh trong giai đoạn gần đây, chủ yếu do gián đoạn nguồn cung toàn cầu trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị tại các tuyến vận tải dầu chiến lược, đặc biệt khu vực eo biển Hormuz – nơi trung chuyển khoảng 20% nguồn cung dầu thô toàn cầu, cùng với việc nhiều nhà máy lọc dầu dừng hoạt động hoặc cắt giảm công suất, khiến nguồn cung sản phẩm xăng dầu bị thu hẹp. Đồng thời, giá dầu thô duy trì ở mức cao, có thời điểm lên tới 120 USD/thùng, càng làm gia tăng biến động trên thị trường sản phẩm tinh chế. Cụ thể, crack spread của các sản phẩm trung chung cất như diesel và nhiên liệu bay tăng mạnh, đạt trung bình khoảng 50 USD/thùng có thời điểm lên hơn 100 USD/thùng, trong khi xăng ghi nhận mức tăng thấp hơn và biến động kém tích cực hơn với chỉ khoảng 30 USD/thùng, phản ánh sự phân hóa rõ rệt về cung – cầu giữa các nhóm sản phẩm. Qua đó, diễn biến crack spread duy trì ở mức cao được kỳ vọng sẽ hỗ trợ BSR mở rộng biên lợi nhuận và thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn.



Nguồn: BSR, VIX RESEARCH Tổng hợp

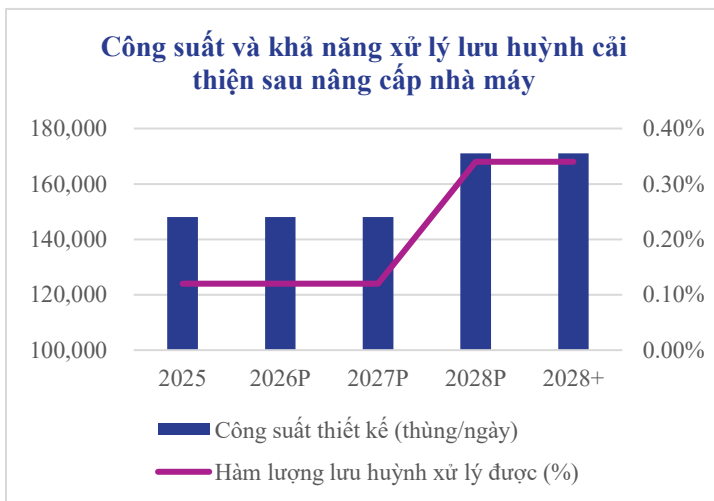
Nguồn: BSR, VIX RESEARCH Tổng hợp

3. Động lực tăng trưởng của BSR trong thời gian tới

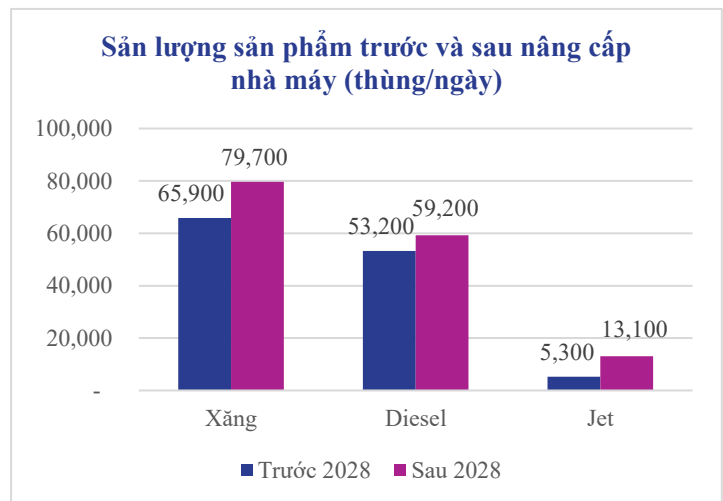
Kế hoạch mở rộng và nâng cấp nhà máy giúp gia tăng công suất và cải thiện chất lượng sản phẩm đầu ra

Dự án nâng cấp và mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất có tổng mức đầu tư 1.257 tỷ USD (tương đương 33 nghìn tỷ VND) và được tài trợ theo cơ cấu 60% nợ vay và 40% vốn chủ sở hữu. Qua đó, BSR dự kiến có thể gia tăng đáng kể công suất thiết kế từ khoảng 148 nghìn thùng/ngày lên hơn 170 nghìn thùng/ngày, đồng thời nâng cao khả năng xử lý dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh cao. Điều này không chỉ giúp doanh nghiệp mở rộng quy mô sản xuất mà còn gia tăng tính linh hoạt trong lựa chọn nguyên liệu đầu vào, cho phép tận dụng các loại dầu có chi phí thấp hơn.

Ở đầu ra, sản lượng sản xuất của các sản phẩm chủ lực đều ghi nhận sự cải thiện rõ rệt sau nâng cấp, trong đó xăng tăng từ khoảng 65,9 lên 79,7 nghìn thùng/ngày, diesel tăng từ 53,2 lên 59,2 nghìn thùng/ngày, và nhiên liệu bay (Jet) tăng mạnh từ 5,3 lên 13,1 nghìn thùng/ngày. Sự gia tăng này cho thấy xu hướng tối ưu hóa cơ cấu sản phẩm theo hướng mở rộng các sản phẩm có giá trị cao và nhu cầu tăng trưởng tốt. Nhìn chung, việc nâng cấp nhà máy không chỉ giúp BSR gia tăng sản lượng mà còn cải thiện chất lượng sản phẩm và khả năng xử lý nguyên liệu, qua đó tạo nền tảng cho việc nâng cao biên lợi nhuận và hiệu quả kinh doanh trong dài hạn.



Nguồn: BSR

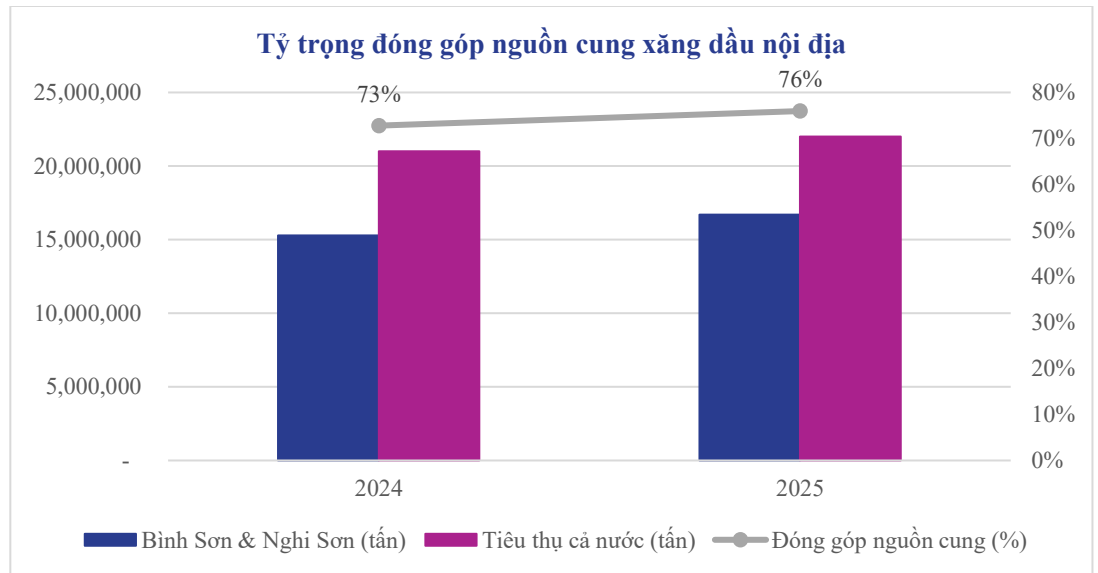


Nguồn: BSR

Nhu cầu lọc dầu duy trì tích cực nhờ nhu cầu xăng dầu nội địa ở mức cao

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước vẫn duy trì ở mức cao, ước đạt khoảng 21–22 triệu tấn trong giai đoạn 2024–2025, trong khi nguồn cung từ các nhà máy lọc dầu nội địa (BSR và Nghi Sơn) chỉ đáp ứng khoảng 15–17 triệu tấn, tương đương 73–76% nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nội địa. Điều này cho thấy nguồn cung trong nước vẫn chưa thể đáp ứng hoàn toàn nhu cầu tiêu thụ, buộc Việt Nam phải duy trì nhập khẩu để bù đắp phần thiếu hụt. Trong bối cảnh đó, các

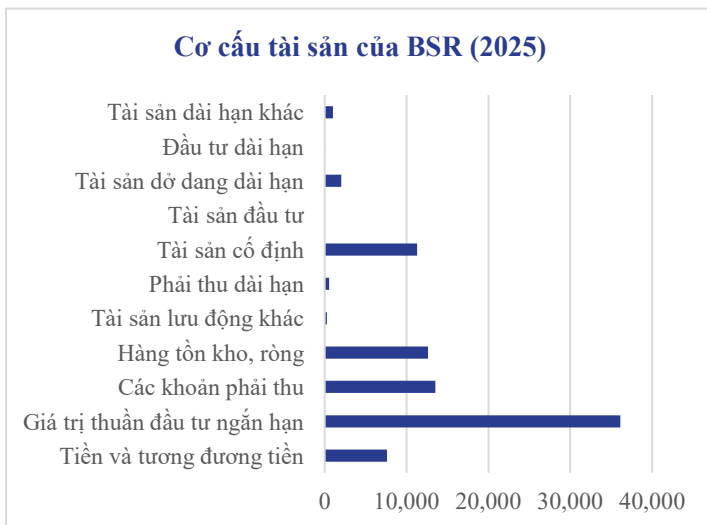
doanh nghiệp lọc dầu nội địa như BSR tiếp tục được hưởng lợi từ thị trường đầu ra ổn định và dư địa tiêu thụ còn lớn.



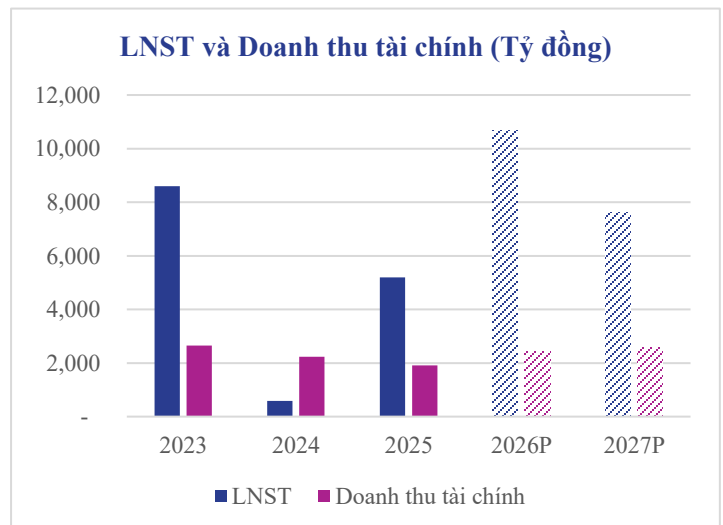
Nguồn: BSR

4. Doanh thu tài chính duy trì ở mức cao nhờ lượng tiền mặt dồi dào

Cơ cấu tài sản của BSR cho thấy doanh nghiệp duy trì vị thế tiền mặt rất lớn, với khoảng 50% tổng tài sản nằm ở tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn. Nhờ đó, doanh thu tài chính từ lãi tiền gửi vẫn duy trì ở mức cao quanh 2 nghìn tỷ đồng, đóng góp khoảng 30% lợi nhuận sau thuế trong giai đoạn gần đây. Nguồn thu này có tính ổn định tương đối và đóng vai trò như một “lớp đệm” giúp giảm thiểu biến động lợi nhuận trong bối cảnh hoạt động lọc dầu mang tính chu kỳ. Trong các năm tới, với lượng tiền mặt dồi dào và mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao, thu nhập tài chính được kỳ vọng tiếp tục hỗ trợ đáng kể cho kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.



Nguồn: BSR



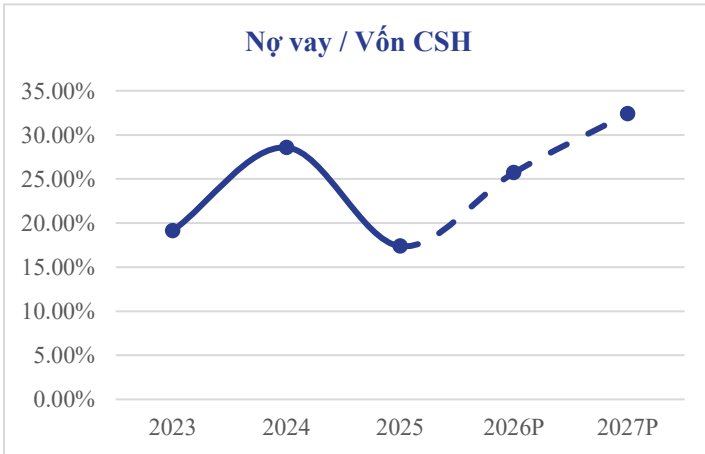
Nguồn: BSR, VIX RESEARCH Ước tính

5. Tình hình tài chính lành mạnh

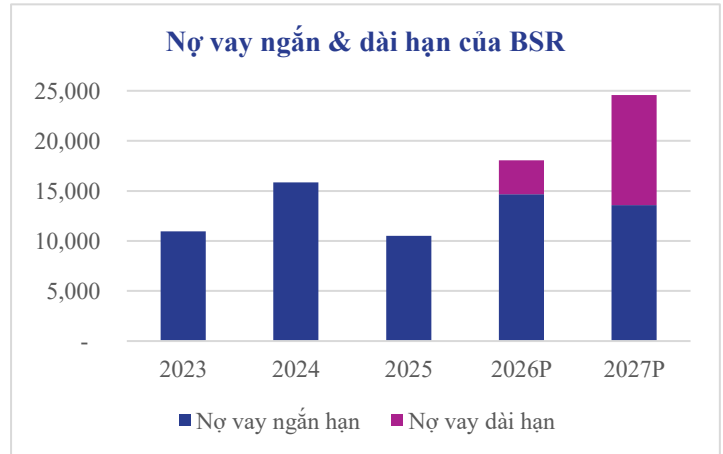
Cơ cấu nợ vay an toàn

Trong giai đoạn trước, BSR duy trì cấu trúc nợ ở mức an toàn với tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu dao động quanh 20–25%, đồng thời nợ vay chủ yếu là nợ ngắn hạn phục vụ vốn lưu động, gần như không ghi nhận nợ dài hạn do các khoản vay đầu tư ban đầu đã được tất toán. Điều này giúp doanh nghiệp duy trì mức đòn bẩy thấp, hạn chế áp lực chi phí lãi vay và đảm bảo nền tảng tài chính vững chắc.

Trong giai đoạn tới, cơ cấu nợ dự kiến sẽ có sự thay đổi khi BSR triển khai dự án nâng cấp và mở rộng nhà máy Dung Quất. Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu được dự phóng tăng lên trên 30% trong giai đoạn 2026–2027. Đồng thời, tổng nợ vay cũng dự kiến gia tăng từ khoảng 10,5 nghìn tỷ đồng năm 2025 lên khoảng 18 nghìn tỷ đồng năm 2026 và gần 25 nghìn tỷ đồng vào năm 2027, trong đó nợ dài hạn bắt đầu xuất hiện và chiếm tỷ trọng ngày càng lớn nhằm tài trợ cho nhu cầu Capex. Tuy nhiên, mức đòn bẩy này vẫn được đánh giá là hợp lý trong bối cảnh doanh nghiệp có nền tảng tài chính lành mạnh và lượng tiền mặt dồi dào. Nhìn chung, việc gia tăng nợ vay mang tính chất đầu tư, góp phần hỗ trợ tăng trưởng công suất và hiệu quả vận hành trong dài hạn, thay vì làm gia tăng đáng kể rủi ro tài chính.



Nguồn: BSR, VIX RESEARCH Ước tính

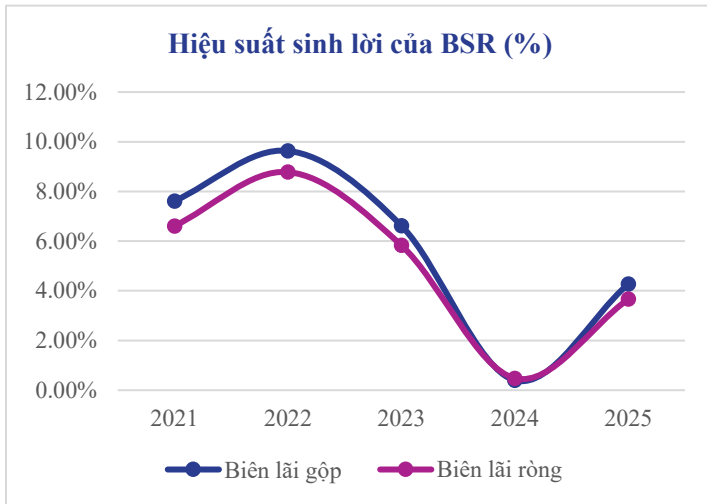


Nguồn: BSR, VIX RESEARCH Ước tính

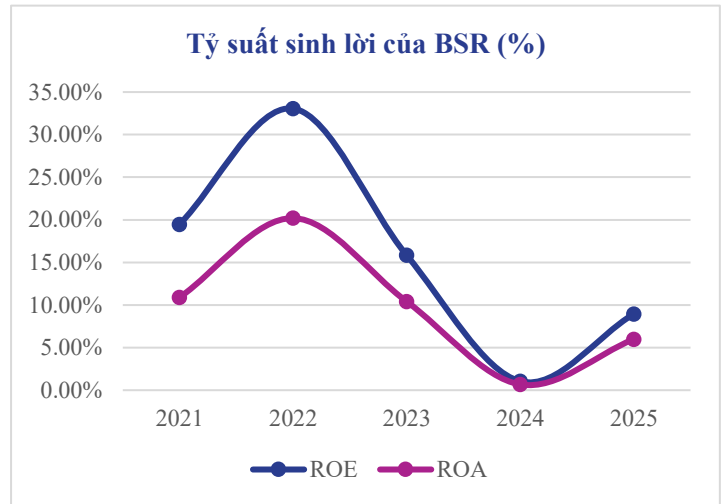
Hiệu quả sinh lời cải thiện nhờ công suất nhà máy phục hồi

Hiệu quả sinh lời của BSR ghi nhận sự biến động theo chu kỳ ngành, với các chỉ tiêu biên lợi nhuận và tỷ suất sinh lời đạt đỉnh trong năm 2022 trước khi suy giảm mạnh trong giai đoạn 2023–2024. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng giảm lần lượt từ khoảng 10% và 9% vào năm 2022 xuống còn khoảng 0.5% trong năm 2024. Tương tự, ROE và ROA lần lượt giảm mạnh từ khoảng 33% và 20% xuống còn khoảng 1% trong cùng giai đoạn. Tuy nhiên, mức suy giảm trong năm 2024 không chỉ đến từ diễn biến kém thuận lợi của crack spread mà còn chịu tác động từ hoạt động bảo dưỡng định kỳ nhà máy, khiến công suất vận

hành giảm mạnh 15% so với các năm trước đó và ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh. Bước sang năm 2025, các chỉ tiêu sinh lời như biên lợi nhuận, ROE và ROA đều đã ghi nhận sự phục hồi, nhờ điều kiện thị trường cải thiện và nhà máy quay trở lại vận hành ổn định.



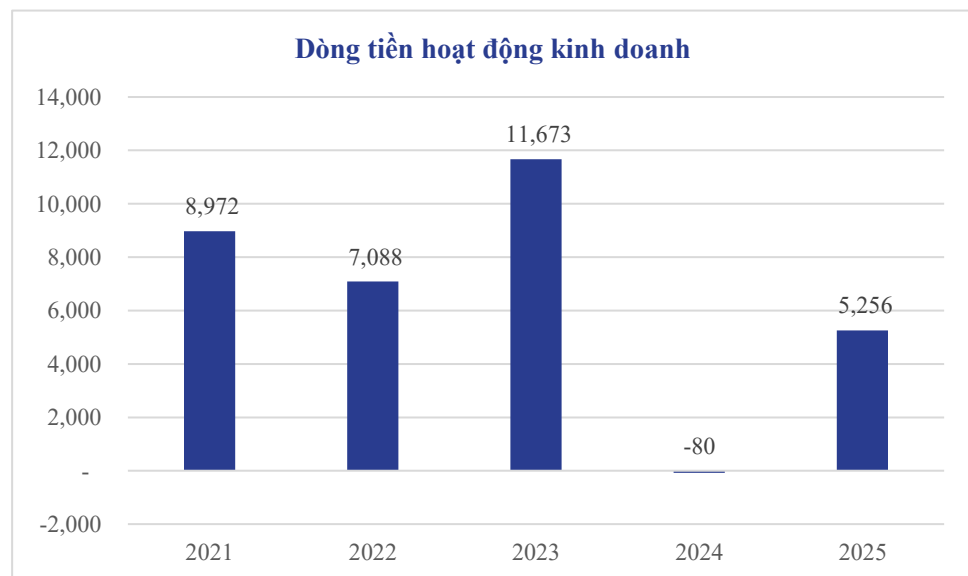
Nguồn: BSR



Nguồn: BSR

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ghi nhận sự cải thiện rõ rệt

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của BSR duy trì ở mức tích cực trong giai đoạn 2021–2023, dao động khoảng 7.000–11.600 tỷ đồng, phản ánh khả năng tạo tiền tốt từ hoạt động cốt lõi. Tuy nhiên, dòng tiền về mức âm trong năm 2024 do tác động đồng thời từ crack spread suy giảm và hoạt động bảo dưỡng định kỳ khiến công suất vận hành giảm. Bước sang năm 2025, dòng tiền hoạt động phục hồi trở lại khoảng 5.200 tỷ đồng, cho thấy khả năng tạo tiền dần cải thiện khi nhà máy vận hành ổn định trở lại và điều kiện thị trường thuận lợi hơn. Qua đó, dòng tiền hoạt động của BSR tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ các kế hoạch đầu tư trong thời gian tới.

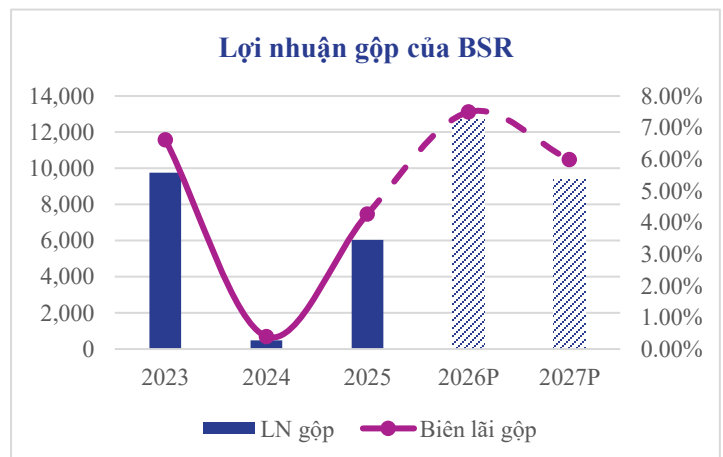
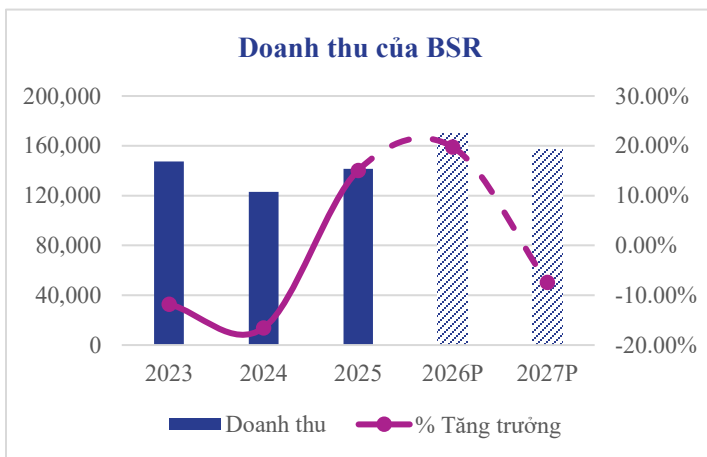


Nguồn: BSR

6. Dự báo kết quả kinh doanh 2026-2027

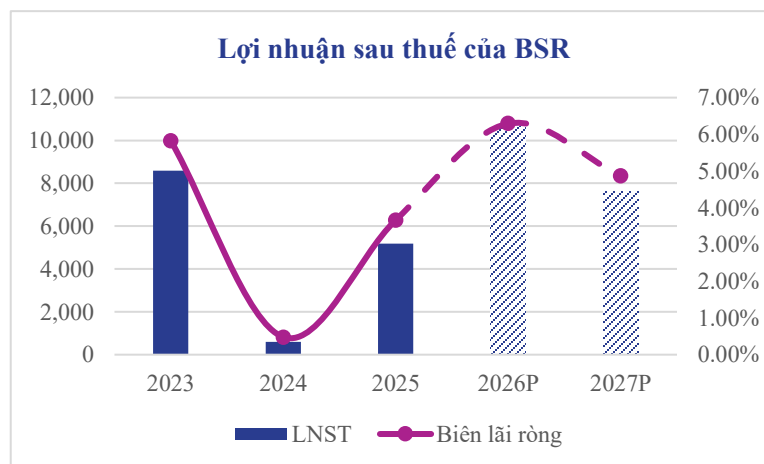
So với năm 2025, kết quả kinh doanh của BSR được kỳ vọng cải thiện rõ rệt trong năm 2026, với doanh thu tăng từ khoảng 140 nghìn tỷ đồng lên khoảng 170 nghìn tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng khoảng 20%, nhờ giá dầu duy trì ở mức cao kéo theo giá bán sản phẩm xăng dầu tăng. Đồng thời, biên lợi nhuận gộp cải thiện từ khoảng 4,3% lên 7,5% khi crack spread mở rộng, qua đó giúp lợi nhuận sau thuế tăng mạnh từ khoảng 5,2 nghìn tỷ đồng lên 10,7 nghìn tỷ đồng (+105% YoY).

Sang năm 2027, doanh thu và lợi nhuận dự kiến điều chỉnh giảm nhẹ, với doanh thu duy trì quanh 156 nghìn tỷ đồng (-7,5% YoY) và lợi nhuận sau thuế giảm về khoảng 7,6 nghìn tỷ đồng (-28,5% YoY), khi giá dầu và crack spread dần quay về mặt bằng bình thường với biên lợi nhuận gộp thu hẹp về khoảng 6%. Tuy vậy, kết quả kinh doanh vẫn duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với năm 2025, phản ánh nền tảng hoạt động ổn định và nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước tiếp tục tích cực.



Nguồn: BSR, VIX RESEARCH Ước tính

Nguồn: BSR, VIX RESEARCH Ước tính



Nguồn: BSR, VIX RESEARCH Ước tính

7. Định giá

Với kỳ vọng trên về KQKD của BSR, chúng tôi sử dụng phương pháp Chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF) và P/E để ước tính giá mục tiêu của BSR hiện tại đạt **29.140 VND/cổ phiếu** (+16,1% so với giá hiện tại ngày 06/04/2026). Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH CỰC** đối với cổ phiếu BSR với biên an toàn (>15%).

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
FCFF	40%	29.424
FCFE	40%	24.432
P/E	20%	37.700
Giá cổ phiếu theo trọng số		29.140
Giá hiện tại		25.100
<i>% lợi nhuận kỳ vọng</i>		<i>16,1%</i>

Phụ lục 1: Thông số tài chính BSR

Chỉ tiêu	2023	2024	2025	2026F	2027F
Kết quả kinh doanh					
Doanh thu	147.423	123.027	141.578	169.522	156.829
Giá vốn	137.664	122.536	135.530	156.820	147.449
Lợi nhuận gộp	9.760	491	6.049	12.701	9.380
Doanh thu tài chính	2.652	2.230	1.913	2.439	2.570
Chi phí tài chính	1.155	800	481	1.217	1.639
Lợi nhuận sau thuế	8.593	591	5.189	10.665	7.633
Bảng cân đối kế toán					
<i>Tài sản ngắn hạn</i>					
Tiền và tương đương tiền	17.001	28.995	7.626	16.095	11.790
Đầu tư ngắn hạn	21.122	14.022	36.136	36.136	36.136
Phải thu ngắn hạn	14.955	12.457	13.504	16.010	14.804
Hàng tồn kho	15.531	15.891	12.635	14.584	13.713
Tài sản ngắn hạn khác	73	150	273	253	234
<i>Tài sản dài hạn</i>					
Tài sản cố định	16.071	13.216	11.292	9.382	7.497
Tài sản dở dang dài hạn	1.195	1.352	2.026	10.613	30.241
Đầu tư dài hạn	10	10	10	10	10
Phải thu dài hạn	549	549	548	548	548
Tài sản dài hạn khác	89	1.745	1.020	1.020	1.020
Tổng tài sản	86.595	88.387	85.069	104.650	115.992
<i>Nợ phải trả</i>					
Nợ ngắn hạn	28.442	31.984	23.727	30.210	28.207
Nợ dài hạn	884	865	856	4.224	11.855
<i>Vốn chủ sở hữu</i>					
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	31.005	31.005	50.073	50.073	50.073
Các quỹ khác	10.048	12.675	2.994	2.994	2.994
Lợi nhuận chưa phân phối	16.340	11.826	7.387	17.118	22.831
Lợi ích cổ đông thiểu số	-125	32	32	32	32
Tổng nguồn vốn	86.595	88.387	85.069	104.650	115.992

BSR. VIX RESEARCH Ước tính

Phụ lục 2: Các chỉ số tài chính BSR

Chỉ tiêu	2023	2024	2025	2026F	2027F
Chỉ tiêu cốt lõi					
Doanh thu	147.423	123.027	141.578	169.522	156.829
Lợi nhuận gộp	9.760	491	6.049	12.701	9.380
Lợi nhuận sau thuế	8.593	591	5.189	10.665	7.633
EBIT	9.927	997	6.221	12.846	9.317
EBITDA	12.197	3.218	8.423	15.056	11.502
Nợ vay	10.970	15.857	10.504	18.042	24.585
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	-11,79%	-16,55%	15,08%	19,74%	-7,49%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-41,42%	-93,12%	777,91%	105,52%	-28,43%
Tăng trưởng tổng tài sản	10,33%	2,07%	-3,75%	23,02%	10,84%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	11,98%	-3,29%	8,91%	16,10%	8,14%
Chỉ tiêu sinh lời					
Biên lợi nhuận gộp	6,62%	0,40%	4,27%	7,49%	5,98%
Biên lợi nhuận thuần	5,83%	0,48%	3,67%	6,29%	4,87%
Biên EBIT	6,73%	0,81%	4,39%	7,58%	5,94%
Biên EBITDA	8,27%	2,62%	5,95%	8,88%	7,33%
ROA	10,41%	0,68%	5,98%	11,24%	6,92%
ROE	15,84%	1,05%	8,95%	16,33%	10,45%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản	34%	36%	33%	31%	34%
Tổng nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	52%	55%	50%	45%	51%
Tổng nợ vay/Tổng Tài Sản	13%	18%	12%	17%	21%
Tổng nợ vay/Vốn chủ sở hữu	19%	29%	17%	26%	32%
Chỉ tiêu khả năng thanh toán					
Chỉ số thanh toán hiện hành	2,41	2,24	2,96	2,75	2,72
Chỉ số thanh toán nhanh	1,87	1,73	2,41	2,26	2,22
Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	39,00	40,66	33,46	31,77	35,86
Số ngày tồn kho	42,87	46,80	38,41	31,68	35,02
Số ngày phải trả	39,04	43,32	34,69	28,65	32,01
Vòng quay tiền	42,83	44,14	37,18	34,80	38,87
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (vnd/cổ phần)	2.790	204	1.036	2.130	1.524
BV (vnd/cổ phần)	18.432	17.839	12.046	14.006	15.157

Nguồn: BSR. VIX RESEARCH Ước tính

Phụ lục 3: Phương pháp định giá BSR

Chỉ số sử dụng cho DCF	
R(f)	4,30%
Beta	0,96
ERP	8,13%
Cost of Equity	12,10%
Cost of Debt	4,00%
Tax rate	13%
WACC	10,38%
Tăng trưởng dài hạn	4,00%

Năm dự báo	2025	
Số cổ phần	5.007	Triệu cổ phần
Số dư tiền mặt	7.626	Tỷ đồng
Giá trị ĐTTC	36.136	Tỷ đồng
Vay nợ	10.504	Tỷ đồng
Lợi ích CĐTS	32	Tỷ đồng
Thị giá VCSH	125.683	Tỷ đồng

Nguồn: VIX RESEARCH Ước tính

Phụ lục 4: Dự phóng giá dầu thô

Về kịch bản giá dầu, chúng tôi tham chiếu dự báo từ các tổ chức tài chính lớn như Bloomberg consensus, BMI, Barclays, Goldman Sachs và Standard Chatered. Theo đó, mức dự báo trung bình của thị trường cho giá dầu Brent lần lượt khoảng 80 USD/thùng năm 2026, 72 USD/thùng năm 2027 và 71 USD/thùng năm 2028.

Tổ chức	2026P	2027P	2028P	Cập nhật
BMI	70	71	72	03/2026
Barclays	85			03/2026
Standard Chatered	86	78		03/2026
Bloomberg consensus	79	67	70	03/2026
Goldman Sachs	77	70		03/2026
Trung bình	79	72	71	
VIX	80	72	71	
So với trung bình	1%	0%	0%	

HỆ THỐNG NHẬN ĐỊNH TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

TÍCH CỰC: Tăng trưởng lợi nhuận được dự báo tăng, với tốc độ tăng **hơn 15%** trong 12 tháng tới

TRUNG LẬP: Tăng trưởng lợi nhuận được dự báo **từ -15% đến +15%** hoặc có nhiều thông tin không chắc chắn, khó dự báo

TIÊU CỰC: Tăng trưởng lợi nhuận được dự báo giảm, với tốc độ giảm **dưới -15%** trong 12 tháng tới

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty cổ phần Chứng khoán VIX (“VIX”). Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Báo cáo này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào. Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai. Dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VIX và VIX sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này.

Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị đưa ra trong báo cáo có thể được thay đổi mà không báo trước. VIX không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những chuyên gia tư vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.