

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

CTCP LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN (HSX: BSR)

LỢI NHUẬN HỒI PHỤC, TĂNG VỐN HỖ TRỢ GIÁ CỔ PHIẾU TRONG NGẮN HẠN

KHUYẾN NGHỊ: KHẢ QUAN [+17%]

Thông tin cơ bản (14/10/2025)	
Sàn giao dịch:	HSX
Giá thị trường:	28.000
EPS:	N/a
P/E:	N/a
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	18.228
P/B:	1,53
KLGD TB 20 phiên:	7.095.770
KLCP đang lưu hành:	3.100.499.616
Vốn hóa (tỷ đồng):	86.814



Nguồn: Tradingview, Aseansc research

Khuyến nghị đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cơ hội đầu tư cổ phiếu **BSR** với giá mục tiêu ở mức **32.700 đồng/cổ phiếu (+17% so với giá thị trường)**, tầm nhìn đầu tư 1 năm.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025 - 2026:

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế (LNST) năm 2025 và 2026 của BSR lần lượt đạt 4.090 tỷ đồng (+596% YoY) và 3.771 tỷ đồng (-18% YoY), chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ duy trì ổn định trong khi giá bán chưa hồi phục rõ ràng. Lũy kế 6T2025, DT và LNST của BSR lần lượt đạt 68.666 tỷ đồng (+24,6% YoY) và 1.244 tỷ đồng (-33,9% YoY), hoàn thành 60% kế hoạch doanh thu và 165% kế hoạch lợi nhuận – tương ứng hoàn thành 49% và 30% dự phóng của Aseansc Research.

Luận điểm đầu tư:

- **Doanh thu tăng khá trong 2025 (+13% YoY) và đi ngang trong 2026 (+0% YoY), nhờ:**
 - **Công suất kỳ vọng duy trì tối đa (bình quân 120%),** giúp sản lượng tiêu thụ ổn định quanh mức 7,8 triệu tấn, được hỗ trợ bởi: (i) Nhu cầu nội địa tăng trưởng 10–11%/năm, và (ii) Nguồn cung trong nước hạn chế khi chưa có thêm dự án lọc dầu mới.
 - **Tuy nhiên, giá bán chưa hồi phục rõ ràng,** khi thị trường dầu chịu áp lực cung vượt cầu, do OPEC+ tiếp tục nới hạn ngạch, trong khi OECD cảnh báo tăng trưởng toàn cầu chậm lại bởi rào cản thương mại và niềm tin tiêu dùng suy giảm, khiến giá dầu và sản phẩm lọc dầu tiếp tục chịu sức ép.
- **Biên LNG hồi phục trong 2025 trước khi thu hẹp trở lại.** Biên lợi nhuận gộp năm 2025 của BSR dự phóng ở mức 3,1% (+2,7 đpt YoY), động lực đến từ: (i) Không còn gánh nặng chi phí sửa chữa lớn và mức trích lập dự phòng giảm giá tồn kho thấp hơn; (ii) Crack spread hồi phục trong giai đoạn còn lại của năm 2025. Bước sang 2026, chúng tôi kỳ vọng BLNG đạt 2,9% (-0,2 đpt YoY), phản ánh góc nhìn thận trọng trong bối cảnh nguồn cung tăng nhanh hơn cầu khiến crack spread chịu rủi ro giảm.
- **Về dài hạn, dự án Nâng cấp – Mở rộng NMLD Dung Quất (NCMR) là động lực tăng trưởng chính,** giúp: (i) Linh hoạt nguồn nguyên liệu đầu vào, giảm phụ thuộc dầu ngọt trong nước, (ii) Tăng 30% công suất lọc dầu, và (iii) Nâng cấp tiêu chuẩn sản phẩm lên mức Euro 5, giúp tăng khả năng mở rộng biên lợi nhuận và năng lực cạnh tranh.
- **Cơ cấu tài chính lành mạnh và dòng tiền ổn định.** Tính đến Q2/2025, BSR không có nợ vay dài hạn, lượng tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn trên 41 nghìn tỷ đồng, chiếm gần 50% tổng tài sản. Cấu trúc vốn an toàn giúp doanh nghiệp có dư địa lớn để triển khai dự án Nâng cấp – Mở rộng (NCMR) mà không gây áp lực tài chính trong ngắn hạn.
- **Ngoài ra, vận động giá cổ phiếu BSR còn nhận được sự hỗ trợ từ:** (i) PVN thoái vốn BSR để tuân thủ quy định mới của Luật Chứng khoán sửa đổi (tối thiểu 2,13% cổ phần), (ii) BSR trả cổ tức và cổ phiếu thưởng tỷ lệ lần lượt 30% và 31,5%, (iii) Cơ hội được đưa vào rổ VN30 trong các kỳ đánh giá trong năm 2026 khi đã đáp ứng đầy đủ các tiêu chí.

Yếu tố theo dõi:

- Biến động giá dầu và Crack spread.
- Tiến độ dự án NCMR.

I. TỔNG QUAN

1. Giới thiệu
2. Cơ cấu cổ đông và ban điều hành
3. Cơ cấu sở hữu
4. Mô hình kinh doanh của BSR
5. SWOT

II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Doanh thu hồi phục do sản lượng tăng mạnh từ mức nền thấp, trong khi giá bán chưa cải thiện
2. Hoàn nhập dự phòng giúp BLNG cải thiện trong Q2/2025 trong bối cảnh Crack spread chưa cải thiện so với cùng kỳ
3. Thu nhập tài chính giảm do không còn ghi nhận khoản thu bất thường, nhưng được bù đắp một phần nhờ lãi tỷ giá.

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Doanh thu tăng khá trong 2025 và đi ngang trong 2026.
2. Biên LNG hồi phục trong 2025 trước khi thu hẹp trở lại.
3. Dự án NCMR là động lực tăng trưởng trong dài hạn.
4. Cơ cấu tài chính lành mạnh và dòng tiền ổn định.
5. Tiềm năng tăng giá ngắn hạn nhờ khả năng thoái vốn của PVN, kế hoạch tăng vốn, và cơ hội vào VN30

IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ

1. Tóm tắt các giả định chính trong dự phóng KQKD năm 2025 và 2026
2. Kết quả định giá

V. PHỤ LỤC: CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN GIÁ DẦU VÀ CRACK SPREAD



Ảnh: Nhà máy của BSR; ASEANSC tổng hợp



I. TỔNG QUAN

1. Giới thiệu:



Ảnh: Logo công ty, ASEANSC tổng hợp

➤ Công ty Cổ phần Lọc Hóa dầu Bình Sơn (BSR) là đơn vị quản lý, vận hành Nhà máy lọc dầu Dung Quất – nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam, giữ vai trò chủ lực trong việc đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia. Hoạt động kinh doanh chính của BSR là lĩnh vực chế biến dầu thô thành các sản phẩm xăng dầu và hóa dầu phục vụ thị trường trong nước. Với công suất khoảng 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, BSR cung cấp khoảng 30–35% nhu cầu xăng dầu nội địa, đồng thời tiên phong nghiên cứu mở rộng công suất và đa dạng hóa sản phẩm hóa dầu.

Lịch sử hình thành và phát triển

2005-2009: Thành lập công ty, xây dựng nhà máy theo quyết định của PVN. Đến 2009 có sản phẩm thương mại đầu tiên.

2017-2018: Chuyển đổi sang mô hình CTCP và niêm yết trên UPCoM vào năm 2018.

2023 - 2024: Tập trung tháo gỡ các khó khăn nhằm đẩy nhanh tiến độ thực hiện dự án NCMR (nâng cấp mở rộng) NMLD Dung Quất sau nhiều năm trì hoãn.

2015-2016: Chính thức niêm yết tại sàn HSX với mã cổ phiếu BSR

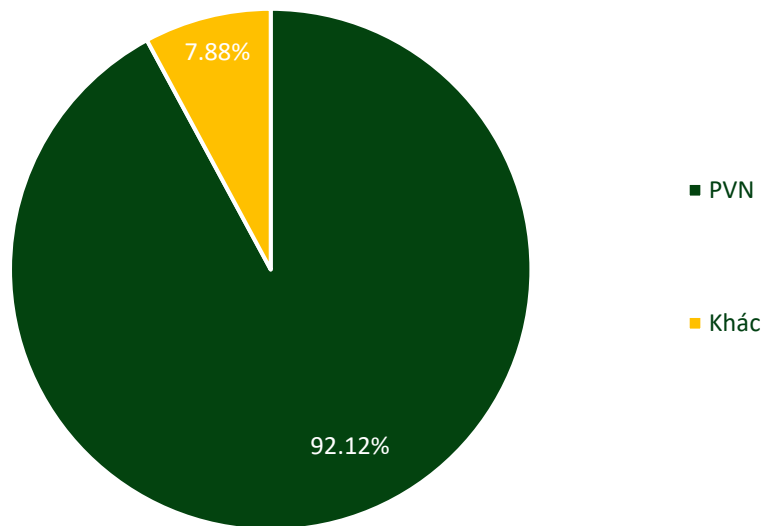
2020-2022: Hoạt động kinh doanh biến động mạnh bởi giai đoạn Covid và hậu Covid



I. TỔNG QUAN

2. Cơ cấu cổ đông của BSR:

Cơ cấu cổ đông của BSR



Nguồn: BSR, Aseansc Research

- **Cơ cấu cổ đông cô đặc** với 92,12% cổ phiếu BSR được sở hữu bởi Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng quốc gia Việt Nam. PVN duy trì quyền sở hữu chi phối để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia khi BSR chiếm tới 30% nguồn cung xăng dầu nội địa.
- **PVN dự kiến thoái một phần vốn tại Tổng công ty Cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) để tuân thủ Luật Chứng khoán** sửa đổi có hiệu lực từ ngày 1/1/2025, yêu cầu tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng tối thiểu 10% cho các công ty niêm yết. Lãnh đạo BSR cho biết, trong ngắn hạn, điều này đồng nghĩa với khả năng chuyển nhượng tối thiểu 2,13% vốn cổ phần công ty và các cuộc thảo luận với các nhà đầu tư tiềm năng đang được tiến hành.



I. TỔNG QUAN

3. Cơ cấu tổ chức và sở hữu:

- BSR hiện sở hữu 2 công ty con và 2 công ty liên kết, tập trung vào các lĩnh vực hỗ trợ trực tiếp chuỗi giá trị lọc hóa dầu, trong đó công ty nắm quyền chi phối tại BSPPT (83,26% vốn điều lệ) và BSR-BF (65,54%), qua đó kiểm soát hoạt động bao bì, thương mại dầu khí và nhiên liệu sinh học. Đồng thời BSR duy trì các khoản đầu tư tại PMS (8,75%) và PVOS (5,03%), nhằm đảm bảo năng lực bảo dưỡng – sửa chữa cũng như hệ thống kho chứa phục vụ dài hạn.

Cơ cấu sở hữu của BSR

STT	Các đơn vị thành viên của BSR	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	BSR sở hữu
Công ty con			
1	CTCP Nhiên liệu Sinh học Dầu khí Miền Trung (BSR-BF)	982	65,4%
2	CTCP Bao bì và Thương mại Dầu khí Bình Sơn (BSPPT)	175	83,3%
Công ty liên kết			
1	Cty TNHH Kho ngàm Xăng dầu Dầu khí Việt Nam (PVOS)	95	8,8%
2	CTCP Bảo dưỡng và Sửa chữa Công trình Dầu khí (PMS)	100	5,0%

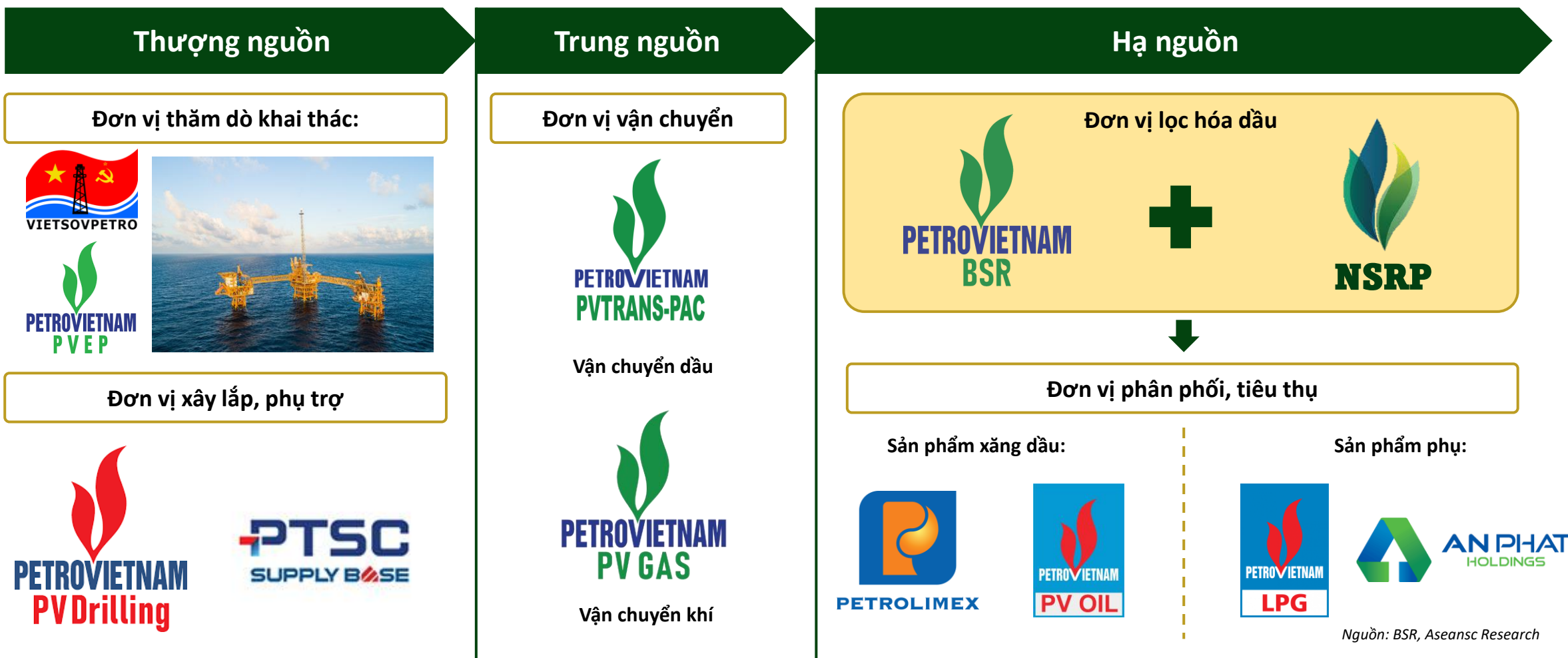
Nguồn: BSR, Aseansc Research



I. TỔNG QUAN

4. Mô hình kinh doanh của BSR – Vị thế của BSR trong chuỗi giá trị ngành dầu khí

- BSR giữ vai trò trọng yếu ở hạ nguồn chuỗi giá trị dầu khí, cùng Nghi Sơn vận hành hai nhà máy lọc dầu duy nhất tại Việt Nam, đáp ứng 65–70% nhu cầu trong nước. Ngành lọc dầu có rào cản gia nhập rất cao, đòi hỏi vốn đầu tư hàng tỷ USD và chịu sự điều tiết chặt chẽ của Nhà nước (vd: không được sử dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro giá dầu, quy định về thuế điều tiết sản phẩm, chỉ được tiêu thụ thông qua các doanh nghiệp đầu mối phân phối xăng dầu).





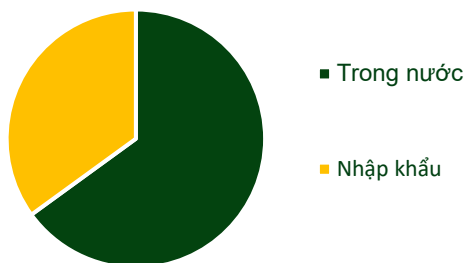
I. TỔNG QUAN

4. Mô hình kinh doanh của BSR – Chuỗi giá trị kinh doanh của BSR

- Với đặc thù hoạt động kinh doanh là lọc dầu thô thành các sản phẩm tinh chế, doanh thu và lợi nhuận của BSR phụ thuộc trọng yếu vào giá dầu và chênh lệch giữa giá dầu thô với giá sản phẩm tinh chế (**Crack Spread**). Dầu thô chiếm tới 90–95% cơ cấu chi phí đầu vào, với 65% nguồn cung dầu từ các mỏ nội địa. Ở khâu sản xuất, NMLD Dung Quất thường xuyên vận hành trên 105% công suất thiết kế (ngoại trừ những năm bảo dưỡng lớn – 3 năm 1 lần) nhằm đáp ứng nhu cầu nội địa trong bối cảnh hai nhà máy trong nước mới chỉ đáp ứng được khoảng 70% tổng nhu cầu. Ở khâu đầu ra, năng lực cạnh tranh của BSR phụ thuộc vào diễn biến cung cầu trong khu vực cũng như khả năng đàm phán với khách hàng trong nước. Lợi thế chi phí vận chuyển và giao hàng nhanh nhờ vị trí nội địa giúp BSR duy trì mức premium cao hơn so với xăng dầu nhập khẩu, qua đó củng cố biên lợi nhuận và thị phần trên thị trường.

Đầu vào

Cơ cấu nguồn cung dầu thô của BSR



Trong nước: Mỏ Bạch Hổ, Sư Tử Đen, Tê Giác Trắng

Nhập khẩu: Kuwait, Nigeria, Brunei, Azerbaijan

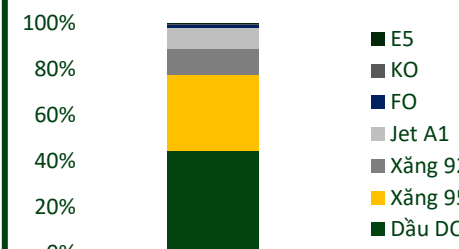
Sản xuất

- **Công suất thiết kế:** 6,5 triệu tấn dầu/năm.
- **Hiệu suất:** 108 – 110%/năm.

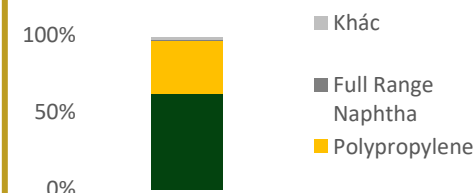


Đầu ra

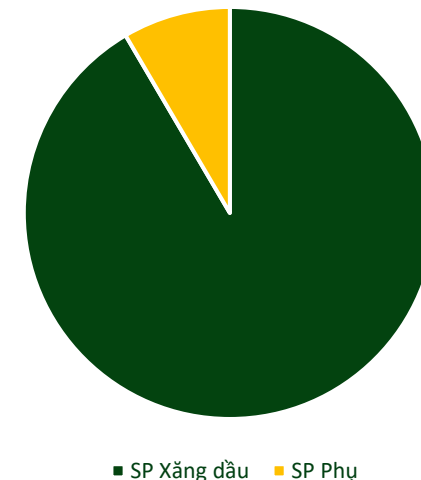
SP Xăng dầu



SP Phụ



Cơ cấu sản phẩm đầu ra của BSR



Nguồn: BSR, Aseansc Research

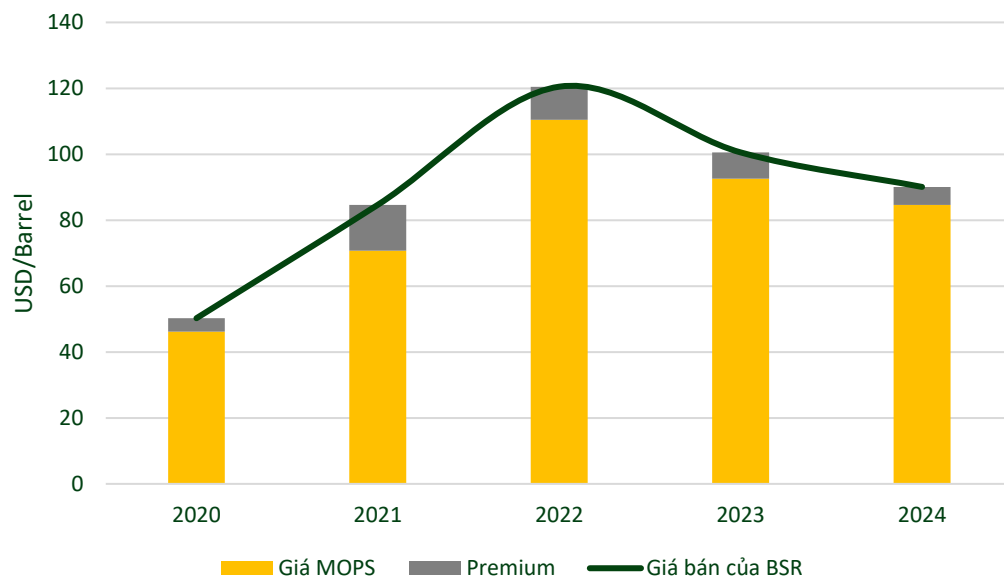


I. TỔNG QUAN

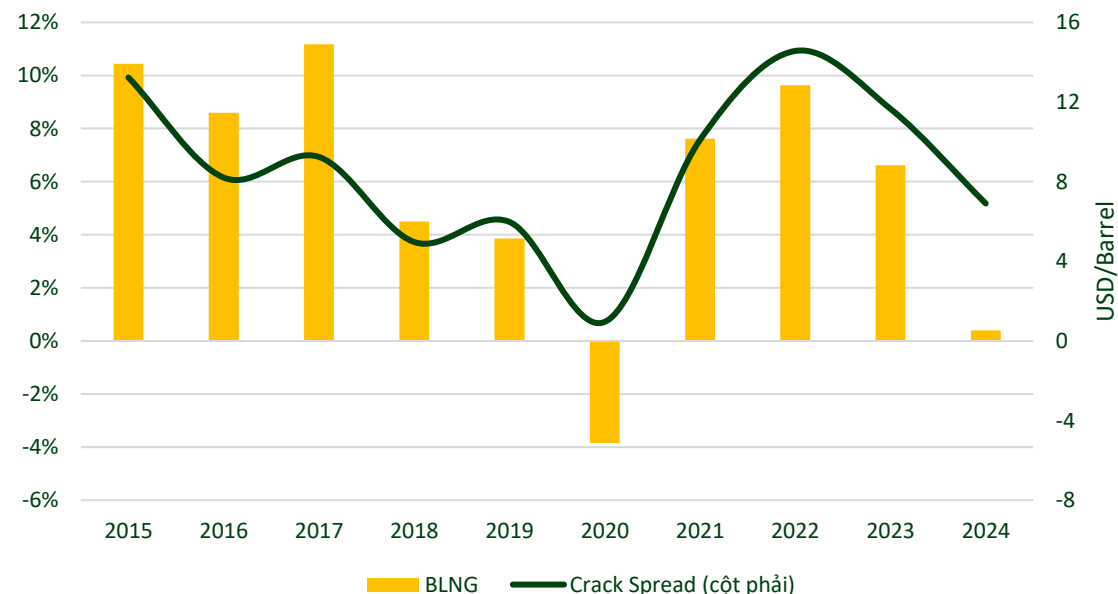
4. Mô hình kinh doanh của BSR – Chuỗi giá trị kinh doanh của BSR

- **Giá bán của BSR phụ thuộc vào giá xăng trong khu vực và khả năng đàm phán riêng của BSR với các nhà phân phối.** Giá bán = MOPS + Premium. Trong đó **MOPS** là giá trung bình 15 ngày của các mặt hàng xăng dầu tại thị trường Singapore và được công bố bởi hãng tin Platts, hay còn gọi là giá Platts – chiếm 95% tỷ trọng giá bán. **Premium** là phần thặng dư trên giá MOPS do người bán và người mua thương lượng.
- **Lợi nhuận phụ thuộc vào Crack Spread (CS) và biến động lớn qua các năm** bởi Crack Spread của các sản phẩm lọc hóa dầu trong khu vực thường xuyên biến động do phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc (công suất lọc dầu lớn thứ 2 thế giới và chiếm 16% nhu cầu tiêu thụ toàn cầu).

Các thành phần trong giá bán xăng 92 của BSR



Tương quan CS xăng Ron 92 và BLNG của BSR



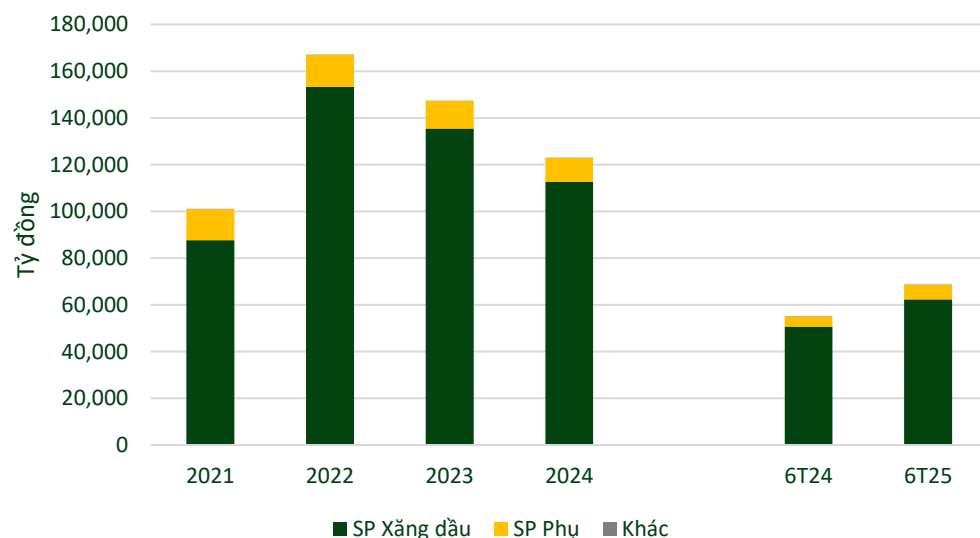


I. TỔNG QUAN

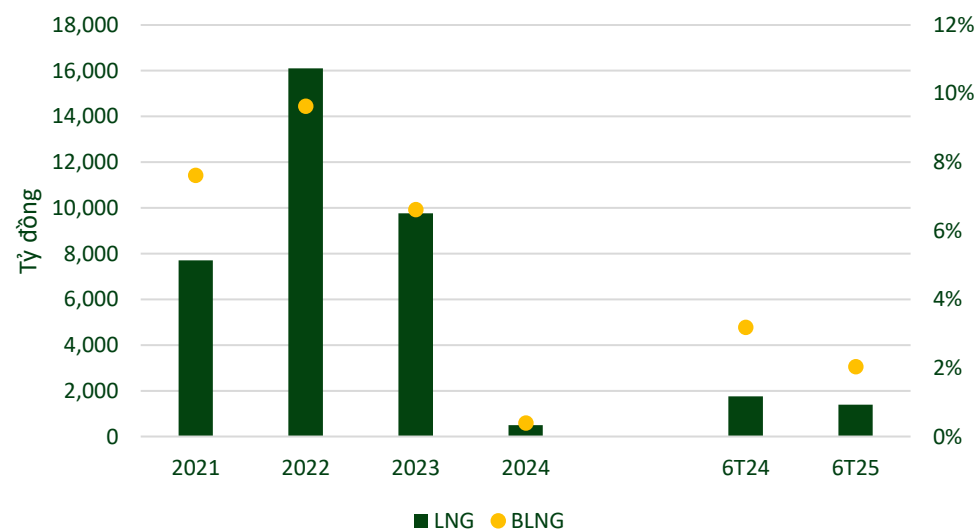
4. Mô hình kinh doanh của BSR – Kết quả kinh doanh

- Trong giai đoạn 2022-2025, doanh thu của BSR có xu hướng giảm sau khi đạt đỉnh vào năm 2022. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc giá dầu thô sụt giảm do nhu cầu toàn cầu suy yếu, trong khi nguồn cung từ OPEC+ vẫn được duy trì ở mức ổn định, tạo áp lực dư cung. Bên cạnh đó, năm 2024, nhà máy Dung Quất phải tiến hành kỳ bảo dưỡng lớn, khiến công suất hoạt động và doanh thu của công ty sụt giảm.
- Trong nửa đầu năm 2025, doanh thu của BSR phục hồi so với cùng kỳ năm trước, nhờ nền so sánh thấp từ năm 2024 (thời điểm chịu ảnh hưởng của bảo dưỡng lớn). Tuy nhiên, lợi nhuận thấp hơn cùng kỳ do khả năng sinh lời của các sản phẩm xăng dầu giảm trong bối cảnh Crack Spread trong khu vực chưa cải thiện so với nửa đầu 2024.
- Trong giai đoạn 2020 – 2024, BLNG của BSR biến động mạnh (trong khoảng từ 10% đến 27%). BSR chịu rủi ro cao với biến động giá dầu thô, khi dầu là nguyên liệu rất khó để dự phóng giá và BSR không được sử dụng công cụ phái sinh để phòng ngừa rủi ro nên mức độ ảnh hưởng càng lớn. 6T2025, BLNG của BSR đạt 2,0% giảm 1,2 đpt YoY từ mức 3,2% trong 6T24.

Doanh thu của BSR qua các năm



BLNG của BSR qua các năm





5. SWOT

Strengths – Điểm mạnh

- Vị thế độc quyền: BSR và Nghi Sơn là 2 đơn vị lọc dầu duy nhất tại Việt Nam, cung cấp đến 70% nhu cầu xăng dầu nội địa, có vị thế quan trọng trong việc đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia.
- Vị trí địa lý thuận lợi giúp tiết kiệm chi phí vận chuyển so với dầu nhập khẩu - BSR nằm gần nguồn cung dầu thô nội địa như mỏ Bạch Hổ, Sư Tử Đen, Tê Giác Trắng.

S

Weaknesses – Điểm yếu

- BSR phải duy trì tồn kho để sản xuất trong khi không được dùng các công cụ phòng ngừa rủi ro khiến BLNG của BSR chịu tác động tiêu cực trong những giai đoạn giá dầu biến động mạnh.
- Danh mục sản phẩm chưa đa dạng, các sản phẩm có giá trị gia tăng thấp

W

SWOT

Opportunities – Cơ hội

- Nhu cầu nội địa vẫn lớn hơn nguồn cung (30% cung xăng dầu vẫn phải nhập khẩu) và dự phóng duy trì tăng trưởng ở mức 5%/năm.
- Dự án NCMR giúp tăng công suất thêm 30% và nâng cao chất lượng sản phẩm đạt chuẩn Euro 5 (có nhu cầu cao hơn).

O

Threats – Thách thức

- Cạnh tranh cao với xăng dầu nhập khẩu khi thuế nhập khẩu các loại mặt hàng này về 0%.
- Giá dầu thô biến động khó lường do tác động của chính sách thương mại, rủi ro địa chính trị.
- Xu hướng chuyển dịch sang năng lượng xanh, điện khí hóa cơ giới tạo áp lực lên tăng trưởng nhu cầu xăng dầu.

T



II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

- **Q2/2025, doanh thu** của BSR tăng +50,6% YoY (đạt 1.713 tỷ đồng) từ mức nền thấp ở Q2/2024 chủ yếu nhờ sản lượng hồi phục mạnh khi BSR vận hành nhà máy ở công suất cao (trong khi thời điểm Q2/2024 BSR đang bảo trì). Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ xăng trong nước duy trì ổn định cũng góp phần thúc đẩy sản lượng tiêu thụ. Lũy kế 6T2025, doanh thu đạt 68.666 tỷ đồng (+24,6% YoY) hoàn thành 59,9% kế hoạch năm 2025.
- **BLNG Q2/2025 đạt 2,8% cải thiện +0,8 đpt YoY chủ yếu do hoàn nhập dự phòng giảm giá tồn kho giúp giảm giá vốn**, trong khi Crack Spread (CS) của các sản phẩm xăng dầu vẫn chưa hồi phục đáng kể. Lũy kế 6T2025, BLNG của BSR đạt ~2,0% (giảm 1,2 đpt YoY) – phản ánh CS nửa đầu 2025 thu hẹp so với cùng kỳ.
- **Thu nhập tài chính ròng giảm** do BSR không còn ghi nhận khoản thu nhập bất thường từ thoái vốn công ty con, tuy vậy được bù đắp 1 phần bởi lãi chênh lệch tỷ giá.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh của BSR trong Q2/2025 và 1H2025

<i>Đơn vị: Tỷ đồng</i>	Q2/2025	%YoY	1H2025	%YoY	% KH 2025
Doanh thu	36.772	+50,6%	68.666	+24,6%	59,9%
<i>Sản phẩm xăng, dầu</i>	33.544	+48,9%	2.786	+29%	
<i>Sản phẩm phụ</i>	3.172	+70,8%	56	-3%	
Lợi nhuận gộp	1.028	+106,5%	1.398	-20,2%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	2,8%	+0,8 đpt	2,0%	-1,2 đpt	
<i>Sản phẩm xăng, dầu</i>	2,4%	-1,4 đpt	2,1%	-2,7 đpt	
<i>Sản phẩm phụ</i>	1,4%	BLNG âm	1,5%	BLNG âm	
Doanh thu tài chính	745	-40,3%	909	-28,1%	
Chi phí tài chính	(121)	-29%	(224)	-43%	
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	(60)	-31%	(125)	17%	
Chi phí bán hàng + quản lý	(379)	+40%	(146)	+25%	
LNST	846	+8,2%	1.244	-33,9%	165%

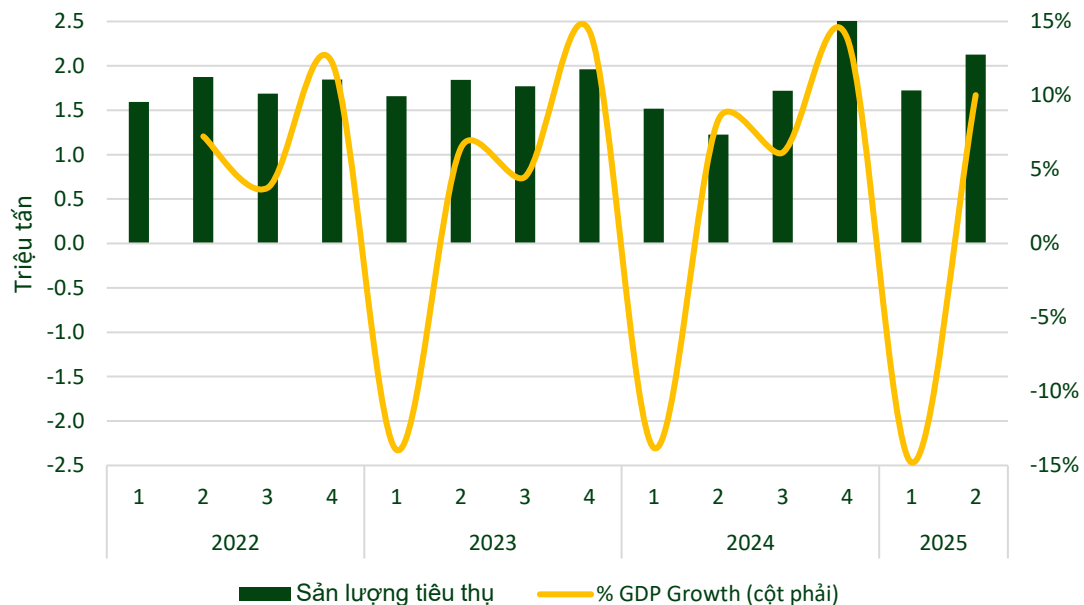


II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

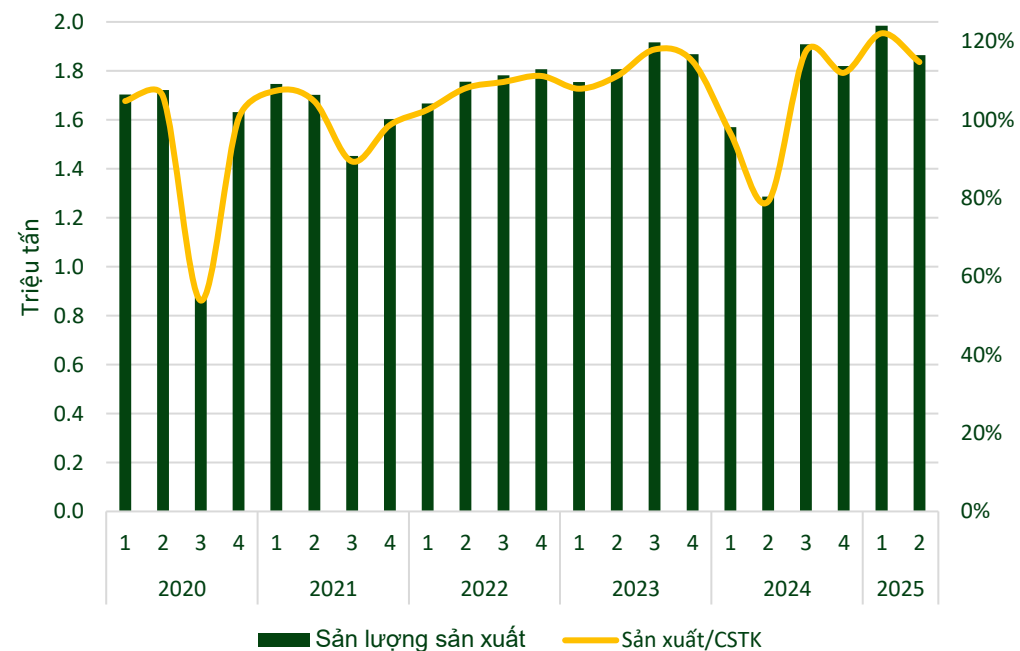
1. Doanh thu hồi phục do sản lượng tăng mạnh từ mức nền thấp, trong khi giá bán chưa cải thiện

- **Sản lượng tiêu thụ Q2/2025 của BSR tăng gấp 1,7 lần cùng kỳ - đạt ~2,1 triệu tấn.** Kết quả này chủ yếu đến từ hai yếu tố. (i) Yếu tố nội tại, nhà máy sau khi hoàn tất giai đoạn bảo dưỡng định kỳ trong năm 2024 đã quay trở lại hoạt động với công suất tối ưu, đạt khoảng 115% thiết kế ở Q2/2025. Việc vận hành ở công suất cao giúp đảm bảo nguồn cung ổn định, đồng thời tận dụng được nhu cầu gia tăng của thị trường nội địa trong mùa cao điểm. (ii) Ở góc độ thị trường, bức tranh kinh tế vĩ mô trong quý 2/2025 ghi nhận sự cải thiện, thể hiện qua mức tăng trưởng GDP cao với hoạt động sản xuất công nghiệp và thương mại sôi động hơn. Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu do đó cũng được đẩy mạnh, tạo điều kiện thuận lợi để BSR nâng sản lượng tiêu thụ.

Tương quan sản lượng tiêu thụ của BSR và tăng trưởng GDP QoQ



BSR thường xuyên vận hành vượt công suất thiết kế



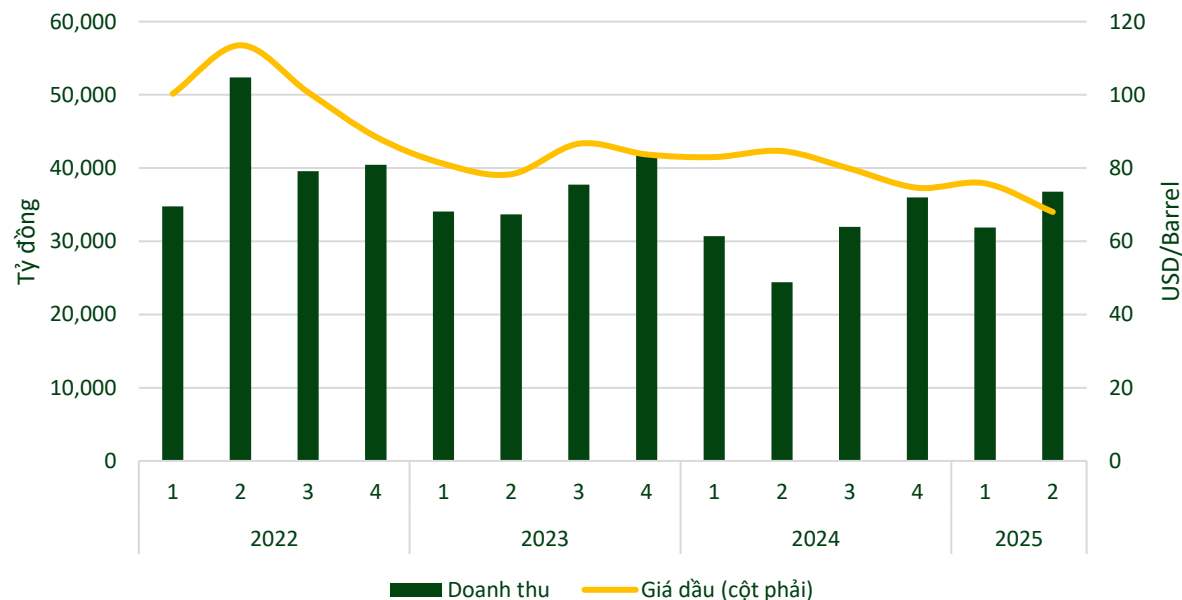


II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

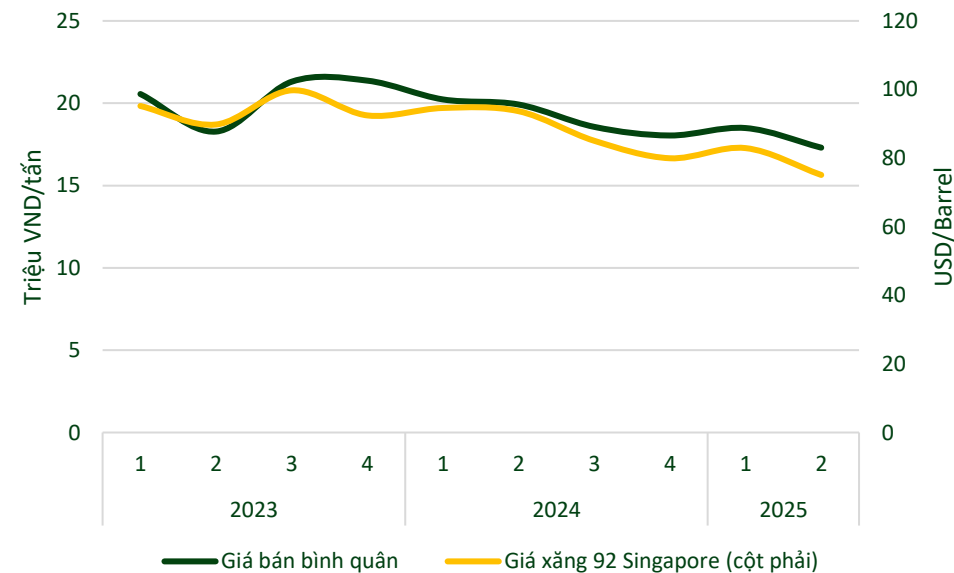
1. Doanh thu hồi phục do sản lượng tăng mạnh từ mức nền thấp, trong khi giá bán chưa cải thiện

➤ **Ngược lại, giá dầu thấp và nguồn cung xăng trong khu vực dồi dào tạo ra áp lực đáng kể lên giá bán của BSR**, giá bán bình quân các sản phẩm xăng dầu của BSR trong quý 2/2025 đạt 17,3 triệu VND/tấn, giảm 13,2% YoY. Trong Q2/2025, mặt bằng giá dầu thô duy trì ở mức thấp khi nhu cầu tiêu thụ trong khu vực suy yếu, nguyên nhân do: (i) Nền sản xuất công nghiệp tại nhiều quốc gia trong khu vực chững lại, kéo theo nhu cầu năng lượng giảm; (ii) Sự bùng nổ của phương tiện chạy điện đã trực tiếp làm giảm nhu cầu tiêu thụ xăng dầu. *Theo OECD*, riêng tại Trung Quốc – thị trường tiêu thụ dầu lớn nhất khu vực – nhu cầu dầu thô giảm khoảng 300.000 thùng/ngày so với cùng kỳ, phản ánh rõ nét tác động từ cả sản xuất công nghiệp suy yếu lẫn xu hướng dịch chuyển sang xe điện. Không chỉ Trung Quốc, khu vực châu Á – Thái Bình Dương cũng ghi nhận mức giảm thêm khoảng 500.000 thùng/ngày, chủ yếu do chính sách khuyến khích năng lượng tái tạo và tốc độ phổ cập xe điện nhanh hơn dự kiến. Đây là những thị trường chiếm tới 23,3% tổng tiêu thụ dầu toàn cầu, qua đó trở thành nguyên nhân chính khiến giá dầu thô và sản phẩm lọc dầu duy trì ở vùng thấp.

Tương quan doanh thu của BSR và giá dầu thô



Giá bán của BSR neo theo giá xăng trong khu vực



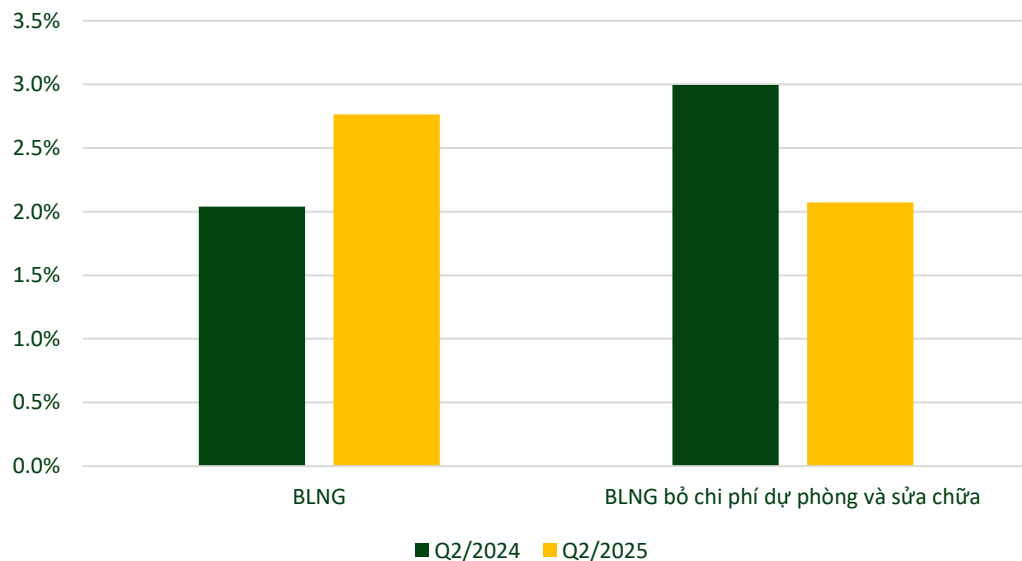


II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

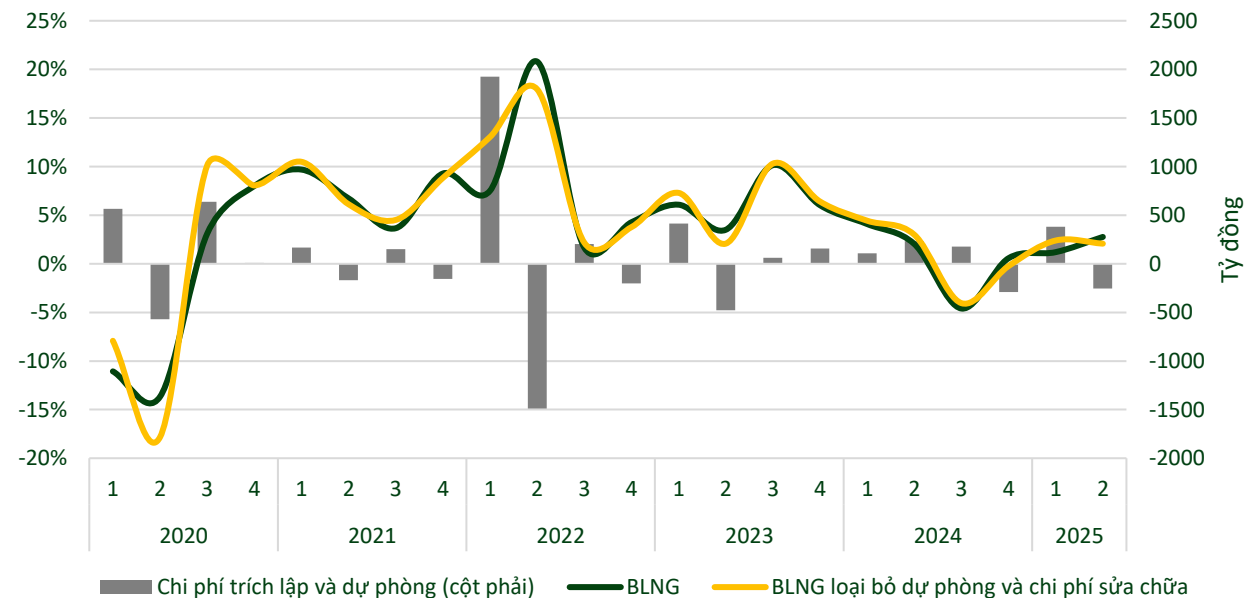
2. Hoàn nhập dự phòng giúp BLNG cải thiện trong Q2/2025 trong bối cảnh Crack spread chưa cải thiện so với cùng kỳ

➤ **Biên lợi nhuận gộp (BLNG)** của BSR trong quý 2/2025 ghi nhận sự cải thiện đáng kể nhờ yếu tố hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho. Cụ thể, BLNG đạt 2,8%, tăng 0,8 điểm % so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, nếu loại bỏ tác động từ khoản hoàn nhập này, biên lợi nhuận thực chất chỉ ở mức 2,1%, tức thấp hơn 0,7 điểm % YoY. Xét trên lũy kế 6 tháng đầu năm 2025, BLNG bình quân đạt 2,0%, giảm 1,2 điểm % YoY. Nguyên nhân chủ yếu đến từ đặc thù hoạt động của doanh nghiệp lọc – hóa dầu. BSR phải duy trì mức tồn kho tương đương khoảng 3 tháng sản xuất, trong khi doanh nghiệp không được phép sử dụng các công cụ phái sinh để phòng ngừa rủi ro giá dầu. Khi giá dầu giảm mạnh, doanh nghiệp buộc phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho, dẫn đến chi phí giá vốn tăng và làm co hẹp biên lợi nhuận. Ngược lại, trong giai đoạn giá dầu phục hồi, phần dự phòng này được hoàn nhập, kéo giá vốn giảm xuống và giúp cải thiện BLNG

BLNG Q2/2025 cao hơn nhờ hoàn nhập chi phí dự phòng



BLNG chịu ảnh hưởng bởi chi phí dự phòng và hoạt động sửa chữa lớn

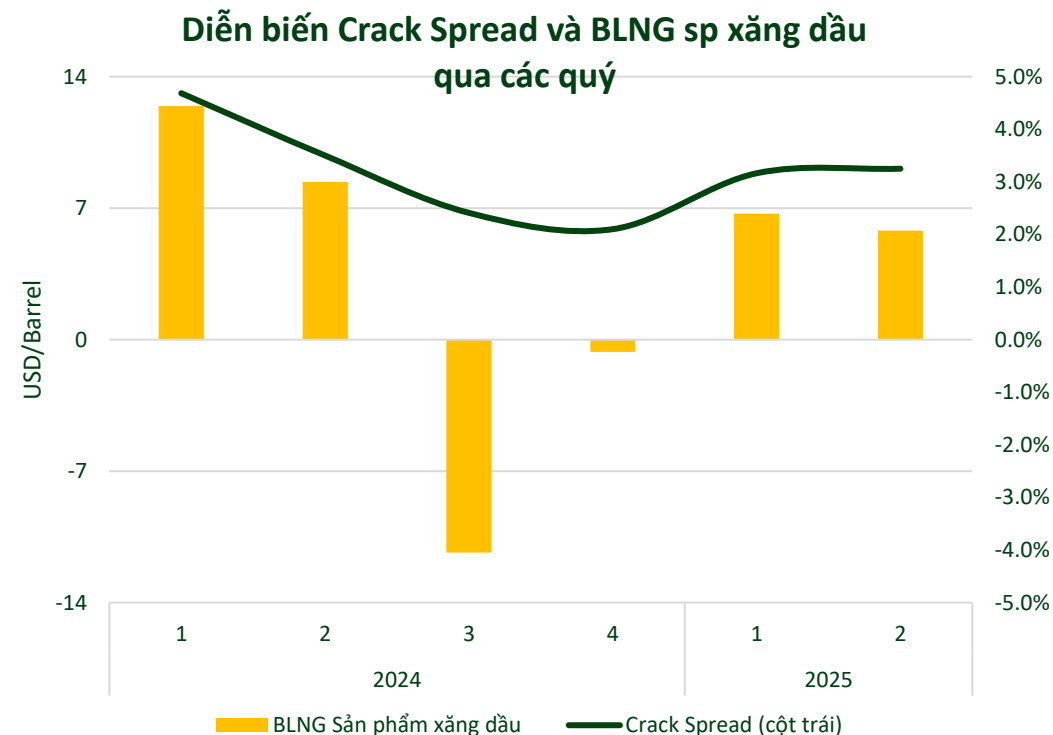
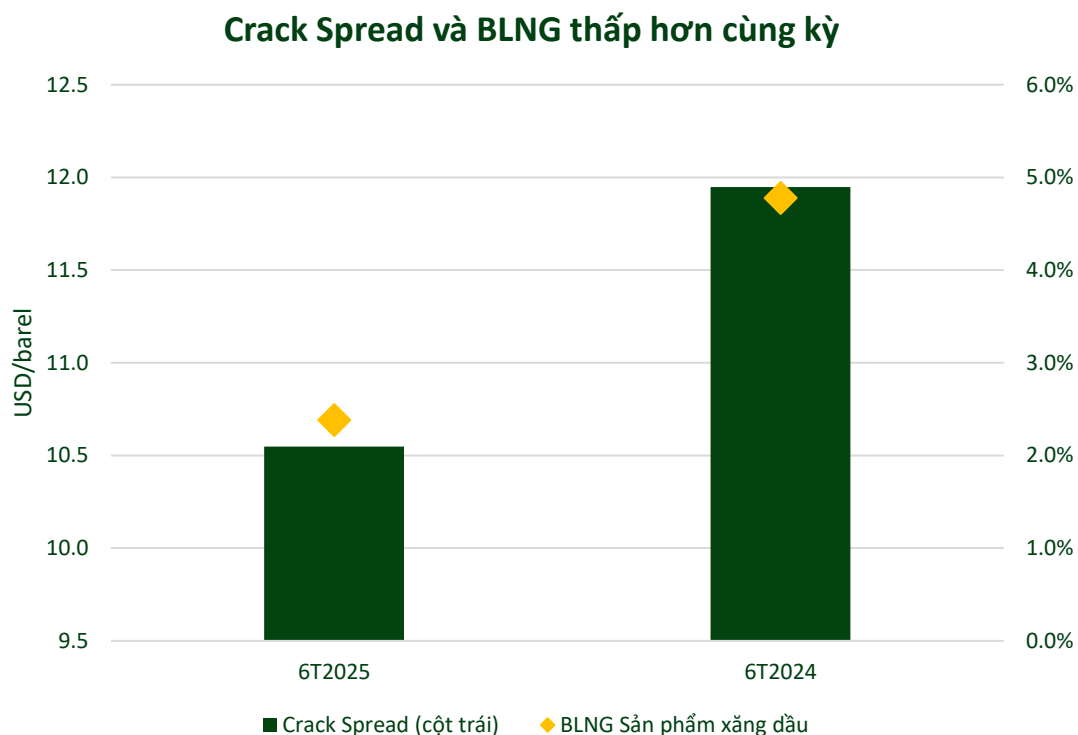




II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

2. Hoàn nhập dự phòng giúp BLNG cải thiện trong Q2/2025 trong bối cảnh Crack spread chưa cải thiện so với cùng kỳ

➤ Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp (BLNG) đối với nhóm sản phẩm xăng dầu lại suy giảm so với cùng kỳ. Nguyên nhân chính đến từ việc Crack Spread của các sản phẩm xăng hồi phục chậm, vẫn ở mức thấp hơn cùng kỳ. Cụ thể, mặc dù thị trường có dấu hiệu hồi phục nhẹ trong tháng 5/2025, nhưng đã nhanh chóng đảo chiều giảm trở lại trong tháng 6. Điều này phản ánh thực tế nhu cầu tiêu thụ xăng trong khu vực nhìn chung vẫn yếu, chưa có sự cải thiện rõ rệt từ cả khu vực công nghiệp lẫn tiêu dùng cuối cùng. Song song với đó, nguồn cung các sản phẩm lọc hóa dầu gia tăng từ: (i) Trung Quốc duy trì mức xuất khẩu xăng dầu cao và (ii) Các nhà máy trong khu vực hoạt động ổn định, chưa bước vào các giai đoạn sửa chữa lớn.



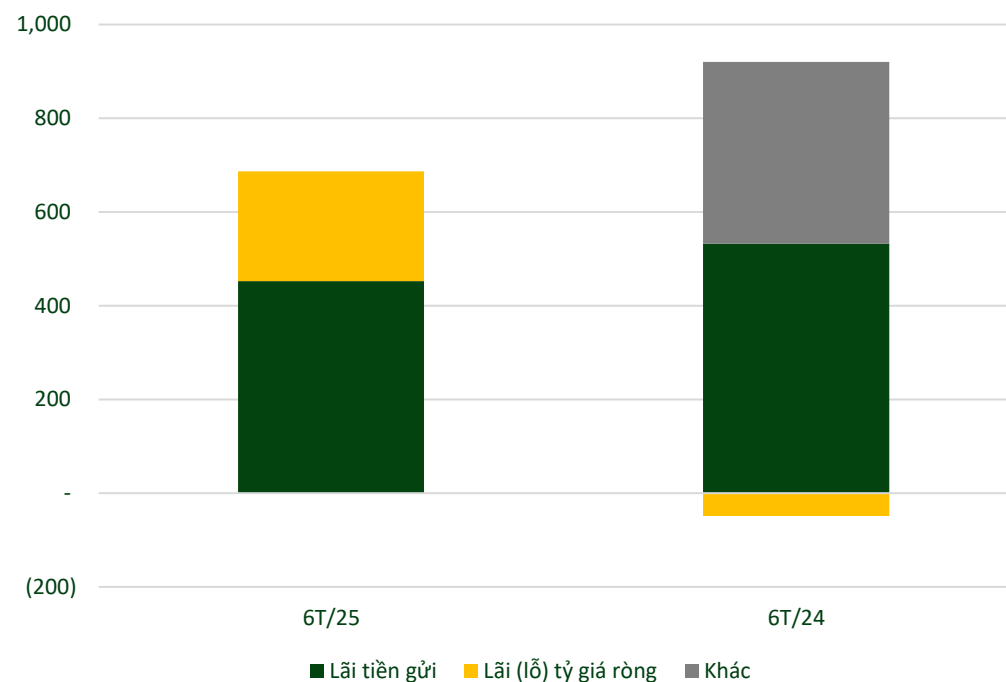


II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

3. Thu nhập tài chính giảm do không còn ghi nhận khoản thu bất thường, nhưng được bù đắp một phần nhờ lãi tỷ giá

- 6T2025 thu nhập tài chính ròng của BSR đạt 685 tỷ đồng, giảm 21% YoY chủ yếu do không còn ghi nhận khoản thu nhập bất thường 388 tỷ từ việc bán công ty con. Ngày 27/05/2024, BSR chính thức chấm dứt quyền kiểm soát với công ty con là CTCP Nhiên liệu sinh học Dầu khí miền Trung – Biofuel (BF) do công ty này phá sản dẫn đến dừng hợp nhất BCTC của BF lên BSR, sự kiện này đã được ghi nhận bằng khoản doanh thu bất thường một lần trên BCTC 6T2024 của BSR.
- Tuy vậy, thu nhập tài chính được bù đắp một phần bởi lãi tỷ giá trong 6T2025, cụ thể BSR lãi tỷ giá 234 tỷ trong khi cùng kỳ lỗ 49 tỷ.
-

Cơ cấu thu nhập tài chính của BSR



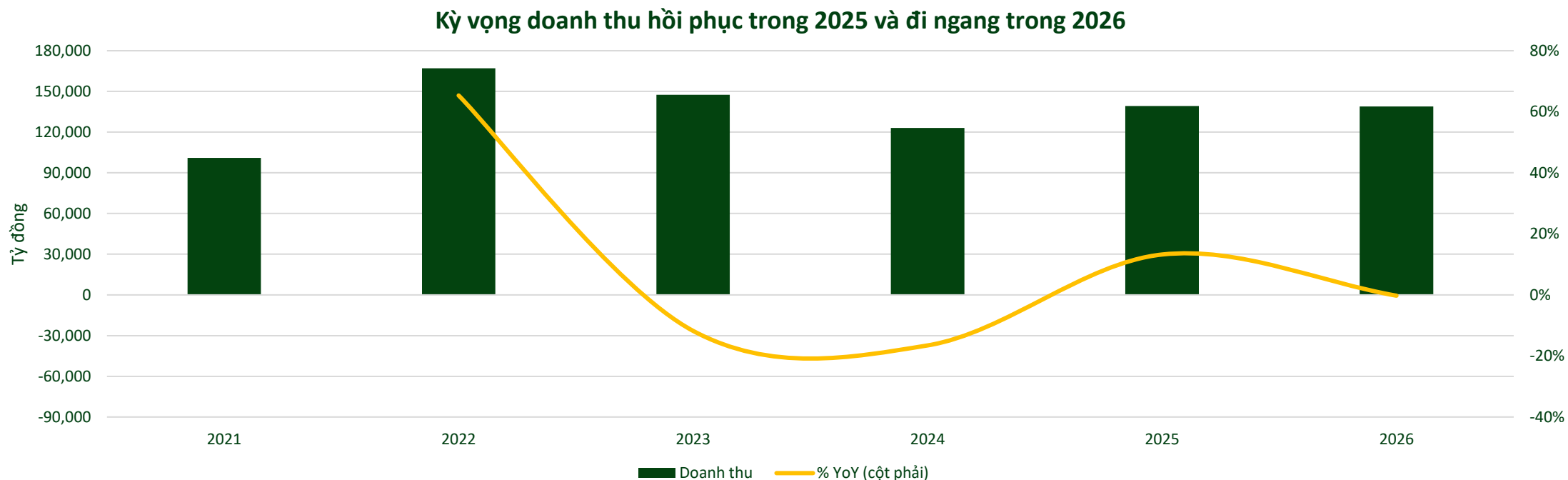
Nguồn: BSR, Aseansc Research



III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Doanh thu tăng khá trong 2025 và đi ngang trong 2026

- Doanh thu năm 2025 của BSR được kỳ vọng sẽ hồi phục mạnh mẽ sau giai đoạn giảm sâu trong năm 2024. Cụ thể, doanh thu dự kiến đạt 139.309 tỷ đồng, tăng +13,2% YoY. Mức tăng trưởng này chủ yếu đến từ yếu tố nền thấp – bảo dưỡng lớn năm 2024 làm sản lượng tiêu thụ suy giảm đáng kể. Việc nhà máy vận hành ổn định trở lại trong năm 2025 giúp sản lượng phục hồi, kéo theo doanh thu cải thiện rõ rệt.
- Đến 2026, doanh thu được dự báo sẽ đi ngang, ở mức 139.847 tỷ đồng do tác động đồng thời của các yếu tố thúc đẩy và hạn chế. Một mặt, sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng nhờ nhu cầu xăng dầu nội địa gia tăng theo đà tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, mặt bằng giá bán bình quân nhiều khả năng vẫn duy trì ở mức thấp do tình trạng dư cung toàn cầu, khiến giá dầu thô và các sản phẩm lọc dầu chưa có nhiều dư địa cải thiện.



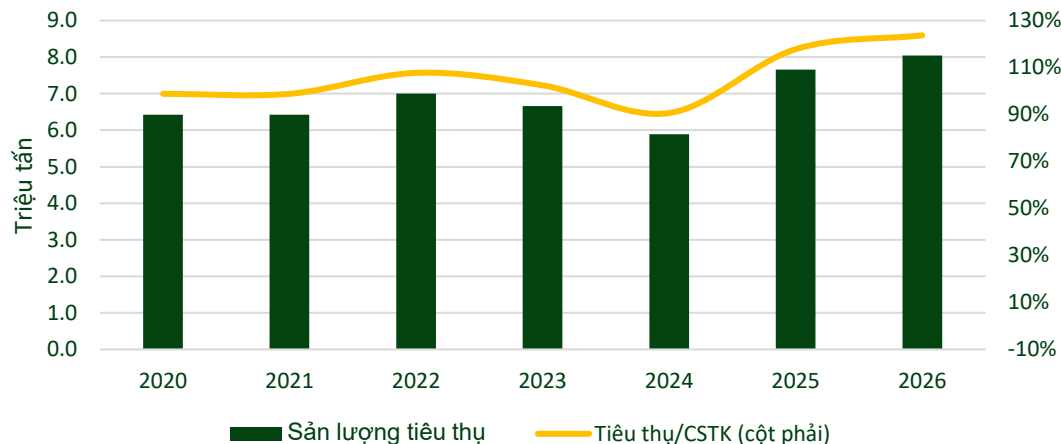


III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Doanh thu tăng khá trong 2025 và đi ngang trong 2026

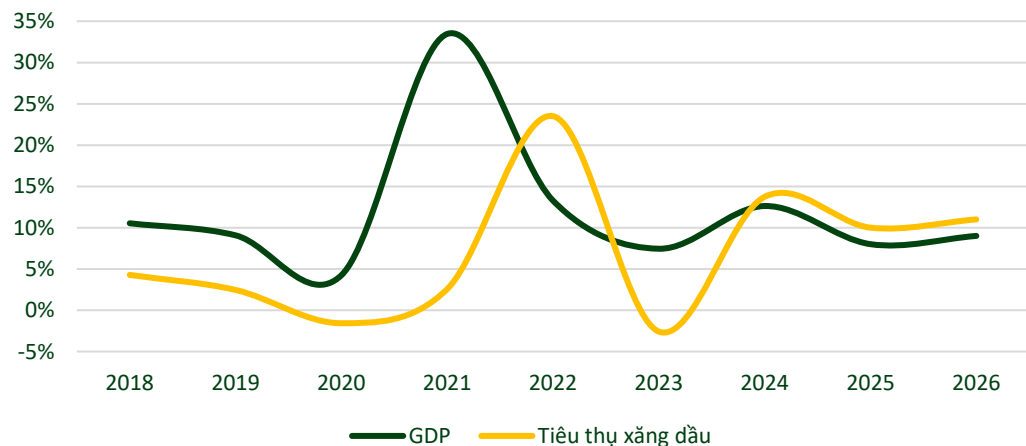
1.1. Sản lượng kỳ vọng duy trì tối đa

Kỳ vọng BSR chạy vượt mức công suất khi nhu cầu cao

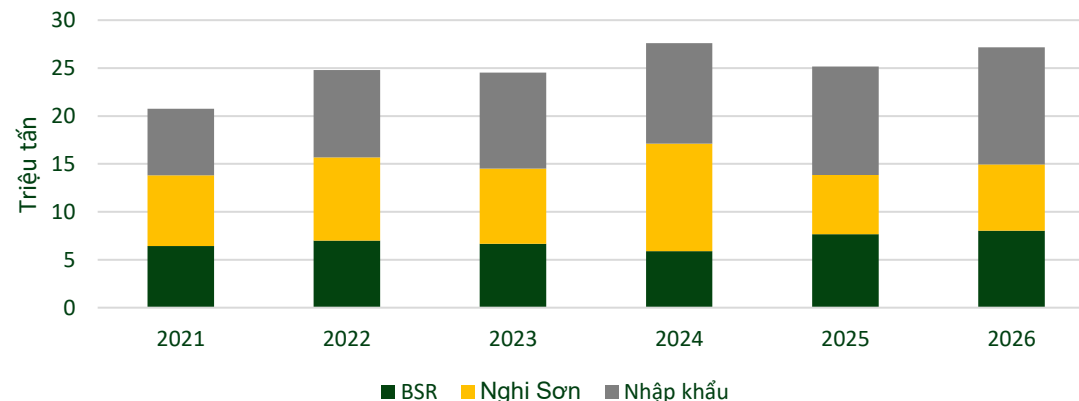


➤ BSR vẫn sẽ chạy hết công suất trong cuối năm 2025 và cả năm 2026, chúng tôi kỳ vọng trung bình ở mức 120% - tương ứng sản lượng tiêu thụ là 7,8 triệu tấn nhờ: (i) Nhu cầu trong nước kỳ vọng tăng trưởng ở mức 11%/năm trong bối cảnh kế hoạch tăng trưởng GDP của Việt Nam đạt từ 8% trở lên trong năm 2025. (ii) Nguồn cung trong nước vẫn thiếu hụt khi không có dự án lọc hóa dầu mới được cấp phép. Đến 2026, nguồn cung trong nước vẫn chỉ đáp ứng được ~60% nhu cầu.

GDP tăng trưởng thúc đẩy tiêu thụ xăng dầu



Nguồn cung xăng dầu trong nước vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu





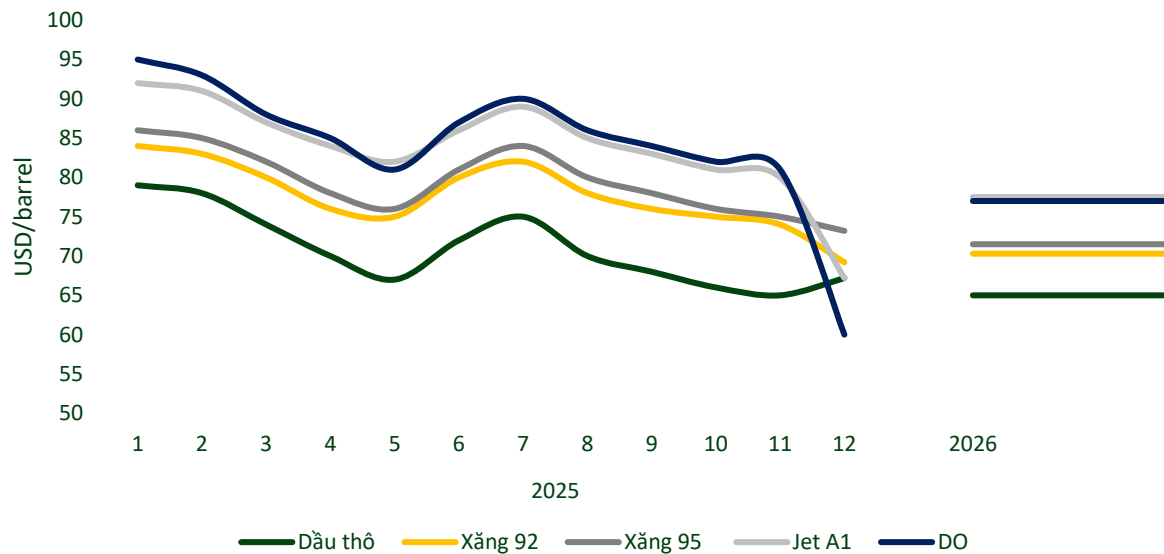
III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Doanh thu tăng khá trong 2025 và đi ngang trong 2026

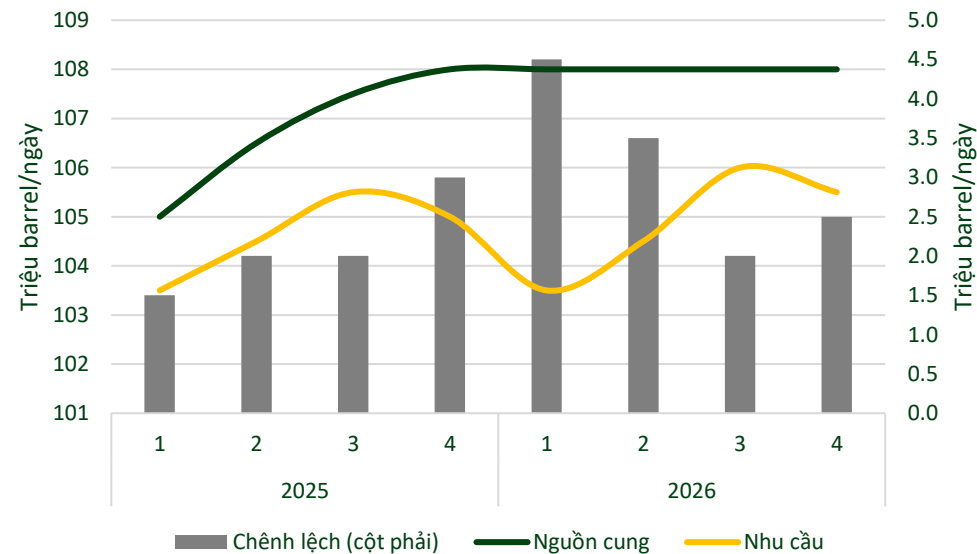
1.2. Giá bán chưa hồi phục rõ ràng

- Giá bán sản phẩm của BSR cuối năm 2025 và năm 2026 được dự báo chưa hồi phục rõ ràng do diễn biến bất lợi từ giá dầu. Nguyên nhân chủ yếu do: (i) về phía cung, OPEC+ quyết định nâng hạn ngạch khai thác thêm 137.000 thùng/ngày trong tháng 10 sau khi đã nâng 548.000 thùng/ngày ở tháng trước, khiến áp lực dư cung gia tăng; (ii) về phía cầu, OECD cảnh báo triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu giảm tốc do rào cản thương mại và niềm tin người tiêu dùng suy giảm, làm nhu cầu dầu khó phục hồi. Sự lệch pha cung – cầu này dự kiến sẽ tiếp tục gây áp lực lên giá dầu và sản phẩm lọc dầu.

Dự phóng giá dầu và các sản phẩm lọc dầu tiếp tục duy trì ở mức thấp trong 2025-2026



Dự phóng nguồn cung và nhu cầu dầu thô trong 2025-2026



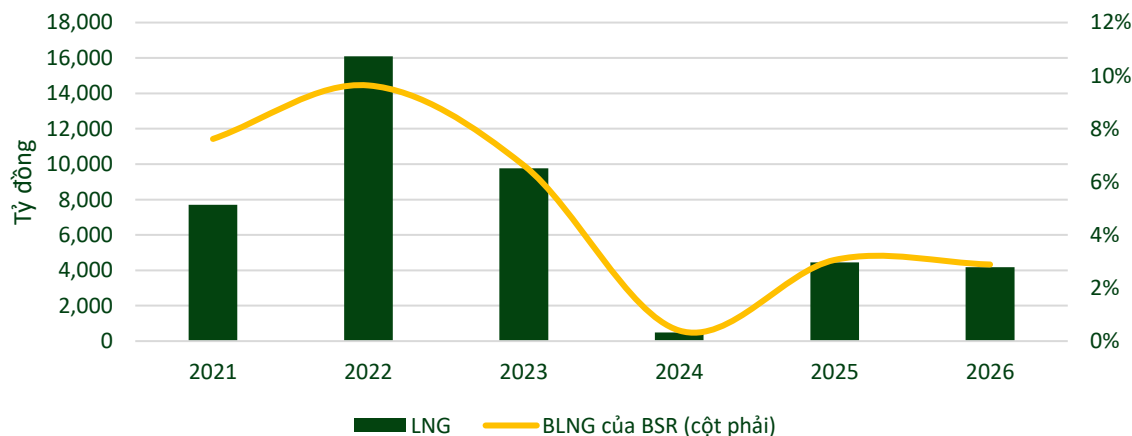


III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

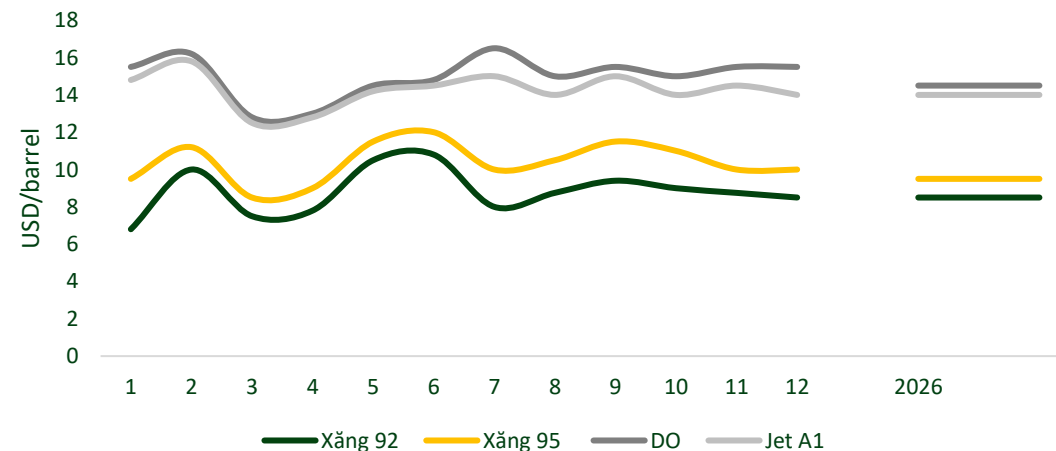
2. Biên LNG hồi phục trong 2025 trước khi thu hẹp trở lại

- Biên lợi nhuận gộp (Biên LNG) năm 2025 của BSR dự phóng ở mức 3,1%, tăng mạnh +2,7 đpt YoY. Động lực đến từ: (i) Không còn gánh nặng chi phí sửa chữa lớn và mức trích lập dự phòng giảm giá tồn kho thấp hơn; (ii) Crack Spread hồi phục trong giai đoạn còn lại của năm 2025, động lực từ nhu cầu cao hơn khi các quốc gia Bắc Bán Cầu bước vào mùa đông và một số nhà máy lọc hóa dầu của Trung Quốc gặp sự cố khiến nguồn cung gián đoạn trong ngắn hạn.
- Bước sang 2026, chúng tôi kỳ vọng BLNG đạt 2,9%, giảm nhẹ 0,2 đpt so với 2025, phản ánh góc nhìn thận trọng trong bối cảnh nguồn cung tăng nhanh hơn cầu khiến Crack Spread chịu rủi ro giảm. Cụ thể, hàng loạt dự án lọc dầu mới tại Kuwait, Oman và Iraq dự kiến đưa vào vận hành, có thể nâng công suất khu vực thêm 10–20%, làm trầm trọng hơn nguy cơ dư cung. Ở phía cầu, Trung Quốc – chiếm 16% tổng tiêu thụ toàn cầu – tiếp tục chứng kiến làn sóng xe điện và xe tiết kiệm nhiên liệu, làm giảm nhu cầu xăng dầu. Ngoài ra, sự bất định trong chính sách thương mại của Mỹ trong thời gian tới cũng tiềm ẩn rủi ro với nhu cầu dầu toàn cầu và biên lợi nhuận ngành. Bên cạnh đó, Premium sản phẩm của BSR cũng được dự báo giảm 0,5 USD/tấn (trung bình đạt ~2,3 USD/tấn) do xăng dầu nhập khẩu từ các nước ASEAN (chiếm 80% xăng dầu nhập khẩu của Việt Nam) không còn chịu thuế nhập khẩu từ 1/1/2024 theo hiệp định ATIGA, làm mức độ cạnh tranh trong nước ngày càng gia tăng.

BLNG dự phóng hồi phục



Crack Spread tương đương 2025

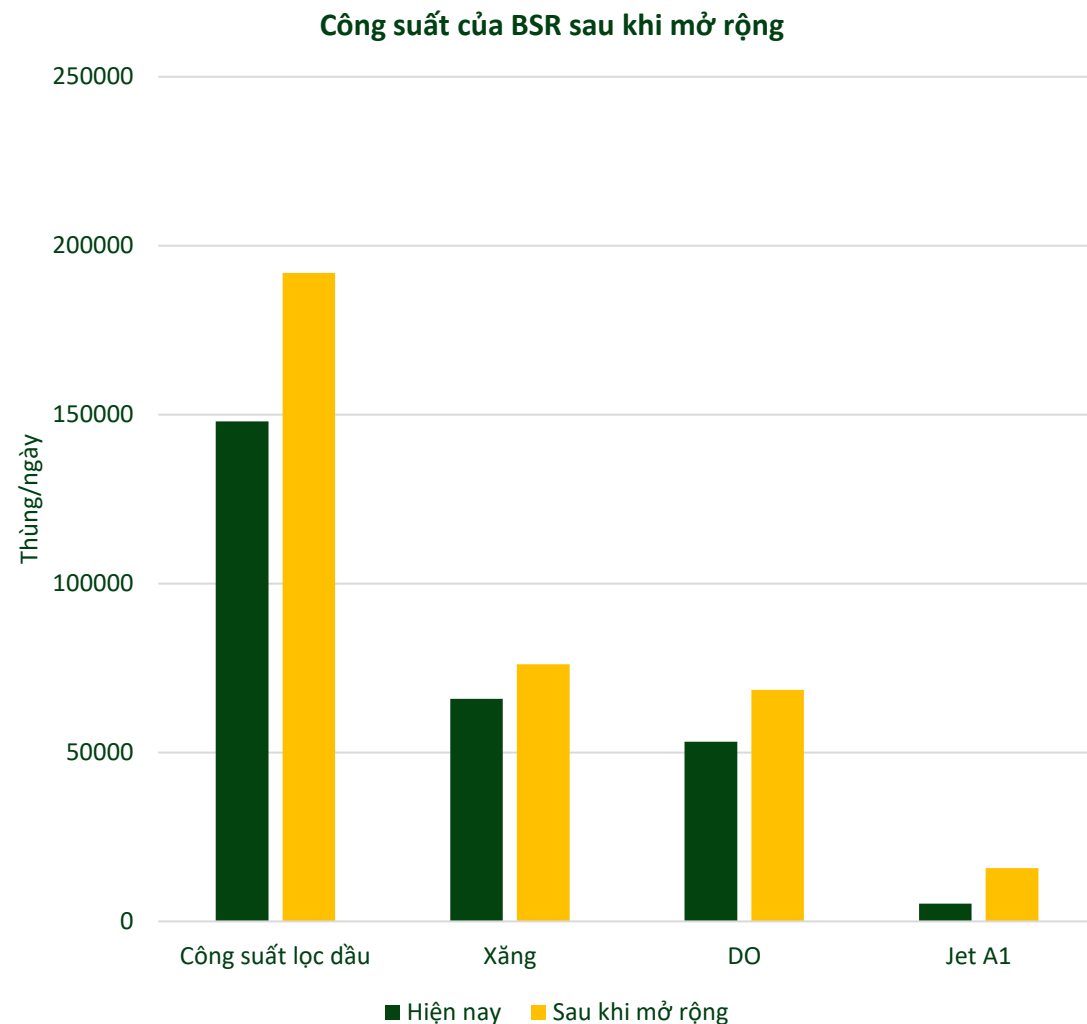




III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

3. Dự án NCMR là động lực tăng trưởng trong dài hạn

- Dự án Nâng cấp Mở rộng (NCMR) Nhà máy Lọc dầu Dung Quất đóng vai trò then chốt đối với chiến lược phát triển dài hạn của BSR, bởi nó tác động toàn diện đến cả đầu vào lẫn đầu ra trong chuỗi giá trị. Ở khâu nguyên liệu, dự án sẽ giúp BSR giảm bớt sự phụ thuộc vào dầu thô ngọt nhẹ từ mỏ Bạch Hổ – nguồn cung đang dần cạn kiệt – và thay vào đó có thể xử lý các loại dầu chua nhập khẩu với chi phí cạnh tranh hơn. Đồng thời, công suất lọc dầu dự kiến tăng thêm 30%, nâng quy mô sản xuất và khả năng đáp ứng nhu cầu thị trường.
- Ở đầu ra, dự án giúp nâng cấp chất lượng sản phẩm, đáp ứng các tiêu chuẩn nhiên liệu do Chính phủ quy định. Điều này đặc biệt quan trọng khi hiện tại khoảng 15% doanh thu của BSR đến từ xăng RON-92 Euro 2 – sản phẩm ngày càng khó tiêu thụ khi thị trường chuyển dần sang các dòng xe máy và ô tô sử dụng nhiên liệu đạt tiêu chuẩn cao hơn.
- Về nguồn vốn, cơ cấu đầu tư của dự án dự kiến gồm 40% vốn chủ sở hữu và 60% vốn vay. Trong năm 2025, HĐQT BSR dự kiến phát hành thêm cổ phiếu để trả cổ tức và tăng vốn điều lệ từ nguồn vốn chủ sở hữu, với tổng giá trị theo mệnh giá ước đạt 19.068 tỷ đồng. Sau phát hành, vốn điều lệ sẽ tăng lên 50.073 tỷ đồng, góp phần bổ sung vốn đầu tư cho dự án nâng cấp, mở rộng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất





III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

3. Dự án NCMR là động lực tăng trưởng trong dài hạn

- **Tiến độ triển khai dự án Nâng cấp Mở rộng (NCMR) của BSR đang chậm hơn so với kế hoạch ban đầu.** Năm 2015, BSR có kế hoạch đưa vào vận hành trong năm 2022. Tuy nhiên, quá trình tìm kiếm nguồn vốn vay gặp nhiều khó khăn do quy mô vốn vay lớn (ước tính khoảng 1,2 tỷ USD) trong khi dự án không được Chính phủ bảo lãnh tín dụng. Hệ quả là BSR buộc phải tạm dừng hoạt động đấu thầu EPC.
- **Đến năm 2025, dự án vẫn đang trong giai đoạn lựa chọn nhà thầu EPC.** Theo kế hoạch cập nhật, BSR đặt mục tiêu vận hành nhà máy trong năm 2028. Tuy vậy, tiến độ tiếp tục gặp khó ngay từ những gói thầu đầu tiên. Cụ thể, đối với gói thầu thi công san lấp mặt bằng, BSR đã phát hành hồ sơ mời thầu và tổ chức đóng thầu ba lần (18/8/2025, 29/8/2025 và 9/9/2025) tuy nhiên vẫn không có nhà thầu nào tham dự. Nguyên nhân do nguồn vật liệu san lấp khi thủ tục cấp phép khai thác các mỏ cung cấp vật liệu chưa hoàn tất. Hiện tại, BSR buộc phải kiến nghị UBND tỉnh hỗ trợ trong việc chỉ định mỏ và đẩy nhanh quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý để tháo gỡ điểm nghẽn này.

Tiến độ dự án NCMR

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Nghiên cứu khả thi		Hoàn thành														
Thiết kế kỹ thuật					Hoàn thành											
Chọn nhà thầu thi công							Không chọn được nhà thầu						Chọn nhà thầu			
Thi công xây dựng																
Chạy thử và vận hành																

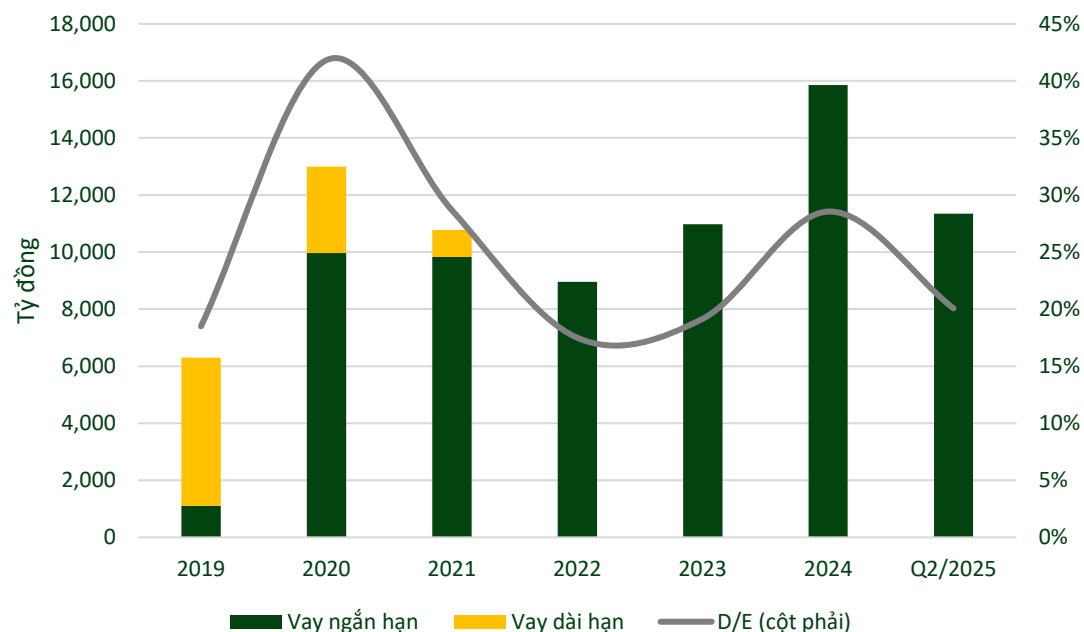


III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

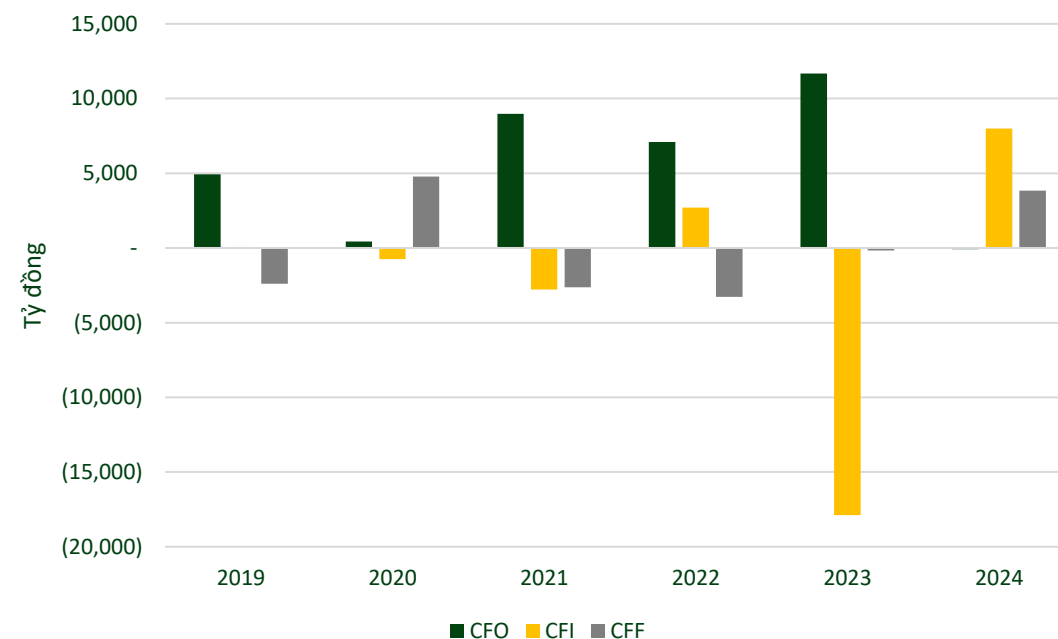
4. Cơ cấu tài chính lành mạnh và dòng tiền ổn định

Tính đến Q2/2025, BSR không có nợ vay dài hạn, lượng tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn trên 41 nghìn tỷ đồng, chiếm gần 50% tổng tài sản. Cấu trúc vốn an toàn giúp doanh nghiệp có dư địa lớn để triển khai dự án Nâng cấp – Mở rộng (NCMR) mà không gây áp lực tài chính trong ngắn hạn. Giai đoạn 2019 - 2025, BSR tạo ra dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định, duy trì xu hướng dương trong nhiều năm liên tiếp (ngoại trừ 2020 bị tác động bởi COVID và 2024 phải trả trước một khoản lớn cho hoạt động đại tu nhà máy). Dòng tiền ổn định giúp BSR duy trì chính sách cổ tức tiền mặt đều đặn (tỷ suất 6–8%/năm) đồng thời tích lũy vốn cho đầu tư dài hạn.

Cơ cấu tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ vay thấp



Lưu chuyển dòng tiền của BSR





5. Tiềm năng tăng giá ngắn hạn nhờ tâm lý tích cực, khả năng thoái vốn của PVN và kế hoạch tăng vốn

Cổ phiếu BSR đang có nhiều yếu tố hỗ trợ tích cực trong ngắn hạn, chủ yếu đến từ các thay đổi liên quan đến cơ cấu vốn và số lượng cổ phiếu lưu hành, qua đó cải thiện tâm lý nhà đầu tư và kỳ vọng thị trường.

1. PVN thoái vốn – mở rộng free-float và tăng tính hấp dẫn của cổ phiếu

- Việc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) dự kiến thoái vốn khỏi BSR được xem là bước ngoặt quan trọng, giúp cổ phiếu tăng tỷ lệ tự do chuyển nhượng (free-float) – một trong những tiêu chí then chốt để thu hút nhà đầu tư tổ chức trong và ngoài nước. PVN cần thoái vốn khỏi BSR để tuân thủ Luật Chứng khoán sửa đổi, có hiệu lực từ ngày 1/1/2025, quy định tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng tối thiểu 10%.

2. Kế hoạch tăng vốn điều lệ

- Ngày 09/10/2025, BSR công bố ngày đăng ký cuối cùng (30/10/2025) để chốt danh sách cổ đông nhận cổ phiếu trả cổ tức 30% (nguồn từ lợi nhuận giữ lại) và cổ phiếu thưởng 31,5% (nguồn từ quỹ thuộc vốn chủ sở hữu), tương ứng tổng tỷ lệ phát hành 61,5%. Sau đợt phát hành này, vốn điều lệ của công ty dự kiến tăng từ 31.000 tỷ đồng lên khoảng 50.060 tỷ đồng, qua đó củng cố năng lực tài chính và tạo dư địa cho các kế hoạch đầu tư trong giai đoạn tới.

3. Triển vọng gia nhập rổ VN30 – Tiềm năng mở rộng định giá

- Sau khi PVN hoàn tất thoái vốn, chúng tôi dự báo BSR có thể được thêm mới vào rổ VN30 từ năm 2026 khi đã hoàn thiện các điều kiện về vốn hóa, thanh khoản, tỷ lệ free-float, lợi nhuận. Việc được thêm mới vào rổ vốn hóa lớn này thường giúp mở rộng định giá cổ phiếu do triển vọng thu hút dòng dòng vốn đầu tư theo chỉ số, bao gồm các ETF mô phỏng VN30. Sự hiện diện trong danh mục VN30 cũng giúp BSR nâng tầm hình ảnh trên thị trường chứng khoán Việt Nam, tạo nền tảng cho đà tăng giá bền vững hơn trong trung và dài hạn.



IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH, ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

1. Tóm tắt các giả định chính trong dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025-2026:

Đơn vị: Tỷ đồng	2025F	%YoY	2026F	%YoY	Tóm tắt giả định chính
Doanh thu thuần	145.627	+13,2%	144.459	-0,8%	Năm 2025, doanh thu phục hồi mạnh nhờ hiệu ứng nền thấp từ năm 2024 (bảo dưỡng lớn khiến sản lượng giảm), cùng với nhà máy vận hành ổn định trở lại, sản lượng tiêu thụ phục hồi. Bước sang, 2026 doanh thu kỳ vọng đi ngang khi sản lượng tiêu thụ tăng (nhờ nhu cầu nội địa duy trì tăng trưởng) bù đắp cho tác động tiêu cực từ giá bán bình quân duy trì thấp bởi tình trạng dư cung toàn cầu.
Sản phẩm xăng dầu	134.767	+18,4%	134.433	-0,3%	
Sản phẩm phụ	10.662	+4,5%	9.817	-7,9%	
Biên lợi nhuận gộp	3,1%	+2,7 đpt	2,9%	-0,2 đpt	Năm 2025 cải thiện nhờ: (i) không còn chi phí sửa chữa lớn và trích lập dự phòng tồn kho giảm (ii) Crack Spread hồi phục trong ngắn hạn. Sang 2026, BLNG giảm nhẹ khi Crack Spread chịu rủi ro giảm do nhu cầu suy yếu trong khi nguồn cung khu vực tăng nhanh từ loạt dự án lọc dầu mới. Bên cạnh đó, premium sản phẩm của BSR cũng giảm do xăng dầu nhập khẩu từ các nước ASEAN không còn chịu thuế nhập khẩu, khiến cạnh tranh nội địa gay gắt hơn.
Thu nhập tài chính	2.341	+5,0%	2.388	+2,0%	
Chi phí tài chính (gồm lãi vay)	(839)	+5,0%	(881)	+5,0%	Tăng tỷ lệ thuận với doanh thu do BSR chủ yếu vay ngắn hạn để nhập khẩu dầu.
Chi phí bán hàng	(861)	+32,1%	(854)	-0,8%	Tăng tỷ lệ thuận với doanh thu.
Chi phí quản lý	(576)	+2,7%	(571)	-0,8%	Tăng tỷ lệ thuận với doanh thu.
LNST	4.090	+596%	3.771	-8%	



IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH, ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

2. Định giá và khuyến nghị:

Phương pháp P/B	
P/B forward	1,6x
LNST 2026F (tỷ đồng)	3.771
BVPS 2026F (VND/cổ phiếu)	19.470
Giá hợp lý (đồng/cp)	29.900

P/B của BSR



- **ĐỊNH GIÁ.** Dựa trên phương pháp định giá P/B, Aseansc xác định mức giá hợp lý đối với BSR ở mức **32.700 đồng/cổ phiếu**, cao hơn 17% so với giá thị trường. Trong đó, P/B mục tiêu kỳ vọng là 1,6x, tương đương mức P/B trung bình 5 năm + 1std, trong bối cảnh BSR đang vận hành trên công suất thiết kế và bước vào chu kỳ nâng cấp nhà máy.
- **KHUYẾN NGHỊ.** Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cơ hội đầu tư cổ phiếu BSR với tầm nhìn đầu tư 1 năm.

So sánh với các doanh nghiệp trong ngành

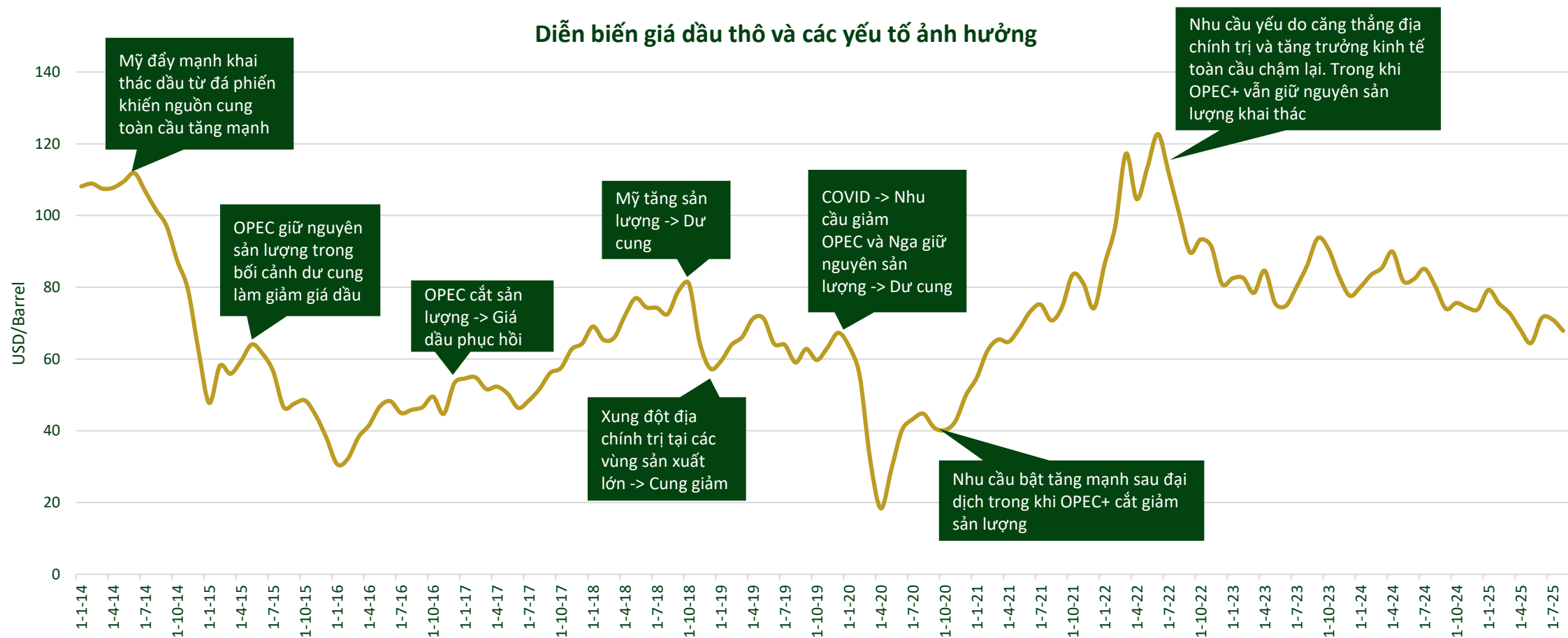
Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	P/B	P/E	ROA	ROE
S-Oil Corp	Hàn Quốc	5.200	0,9	16,4x	2,4%	4,4%
Gujarat State Petronet	Ấn Độ	2.700	1,5	16,0x	14,8%	15,9%
Thai Oil PCL	Thái Lan	2.316	0,6	8,2x	2,4%	4,2%
Bangchak Sriracha PCL	Thái Lan	428	0,6	n/a	5,2%	11,3%
Trung bình			0,9x	13,x		
CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn	Việt Nam	5.842	1,5	n/a	n/a	n/a



V. PHỤ LỤC: CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN GIÁ DẦU VÀ CRACK SPREAD

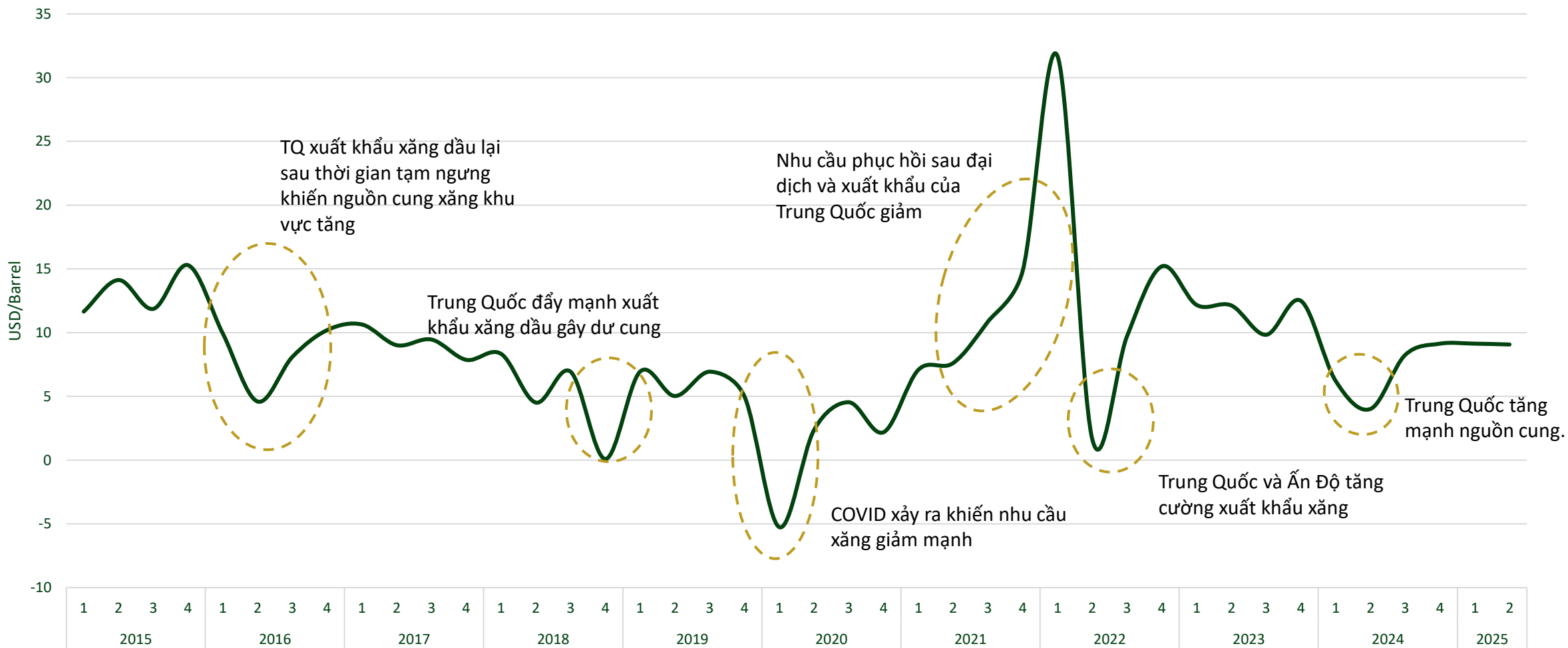
1. Dầu thô là hàng hóa có biến động giá mạnh, chịu tác động của rất nhiều yếu tố

- Dầu thô là loại hàng hóa có biến động giá mạnh trong ngắn hạn và khó dự đoán, do chịu tác động đồng thời từ nhiều yếu tố cung – cầu và kỳ vọng thị trường dầu cơ. Giá thường phản ứng nhạy với quyết định cắt giảm hoặc tăng sản lượng từ OPEC+, mức dự trữ dầu thô toàn cầu, diễn biến kinh tế vĩ mô và tăng trưởng nhu cầu năng lượng. Bên cạnh đó, biến động tỷ giá USD, rủi ro địa chính trị tại các khu vực sản xuất lớn, chính sách năng lượng – môi trường cũng khiến giá có biến động lớn.



2. Crack Spread trong khu vực chịu ảnh hưởng lớn từ Trung Quốc

Diễn biến Crack Spread xăng 92,95 và các yếu tố ảnh hưởng





V. PHỤ LỤC: CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN GIÁ DẦU VÀ CRACK SPREAD

2. Crack Spread trong khu vực chịu ảnh hưởng lớn từ Trung Quốc

- Trung Quốc là quốc gia có quy mô lọc dầu lớn thứ hai thế giới, chỉ sau Mỹ, với công suất khoảng 16,9 triệu thùng/ngày. Với quy mô này, chính sách xuất khẩu xăng dầu của Trung Quốc trở thành yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến Crack Spread của các sản phẩm lọc hóa dầu tại thị trường Châu Á. Hạn ngạch xuất khẩu thường được công bố theo từng đợt trong năm, đi trước khoảng một tháng, sau khi Chính phủ nước này cân nhắc tình hình cung cầu nội địa, bao gồm nhu cầu tiêu dùng, nhu cầu dự trữ, cũng như khả năng sản xuất chịu tác động từ lịch bảo dưỡng và tái khởi động nhà máy lọc dầu. Cụ thể,
- Cuối 2015 – Giữa 2016: Crack Spread giảm mạnh trong bối cảnh nguồn cung khu vực Châu Á gia tăng do: (i) có nhiều nhà máy lọc dầu chạy ở công suất tối đa, (ii) Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu trở lại sau thời gian tạm thời cắt giảm.
 - Giữa 2016 – Giữa 2018: Crack Spread các loại xăng trong khu vực tương đối ổn định (dao động quanh mức 8-10 USD/Barrel).
 - Cuối 2018: Trung Quốc đột ngột tăng mạnh hạn ngạch xuất khẩu xăng dầu lên khoảng 48 triệu tấn (tăng 93% so với 2017) làm cho nguồn cung trên thị trường tăng mạnh và Crack Spread giảm mạnh.
 - Giai đoạn 2019 – 2020: Nhu cầu tiêu thụ sụt giảm mạnh trong ngắn hạn do ảnh hưởng của COVID kéo theo sự sụt giảm của Crack Spread
 - Giai đoạn 2021 – 2022: Nhu cầu bật tăng khi hoạt động sản xuất kinh doanh quay trở lại sau đại dịch. Đồng thời Trung Quốc áp thuế nhập khẩu đối với LCO từ tháng 7/2021 – loại nguyên liệu pha chế xăng mà không cần sử dụng dầu thô – qua đó gián tiếp khiến xuất khẩu xăng của Trung Quốc giảm 37,7% so với cùng kỳ.
 - Giai đoạn 2023 – 2025: Crack Spread duy trì xu hướng giảm nhẹ khi giá các sản phẩm dầu thô tăng nhanh hơn giá các sản phẩm lọc dầu, tác động bởi nguồn cung trong khu vực gia tăng, trong khi nhu cầu tăng chậm.



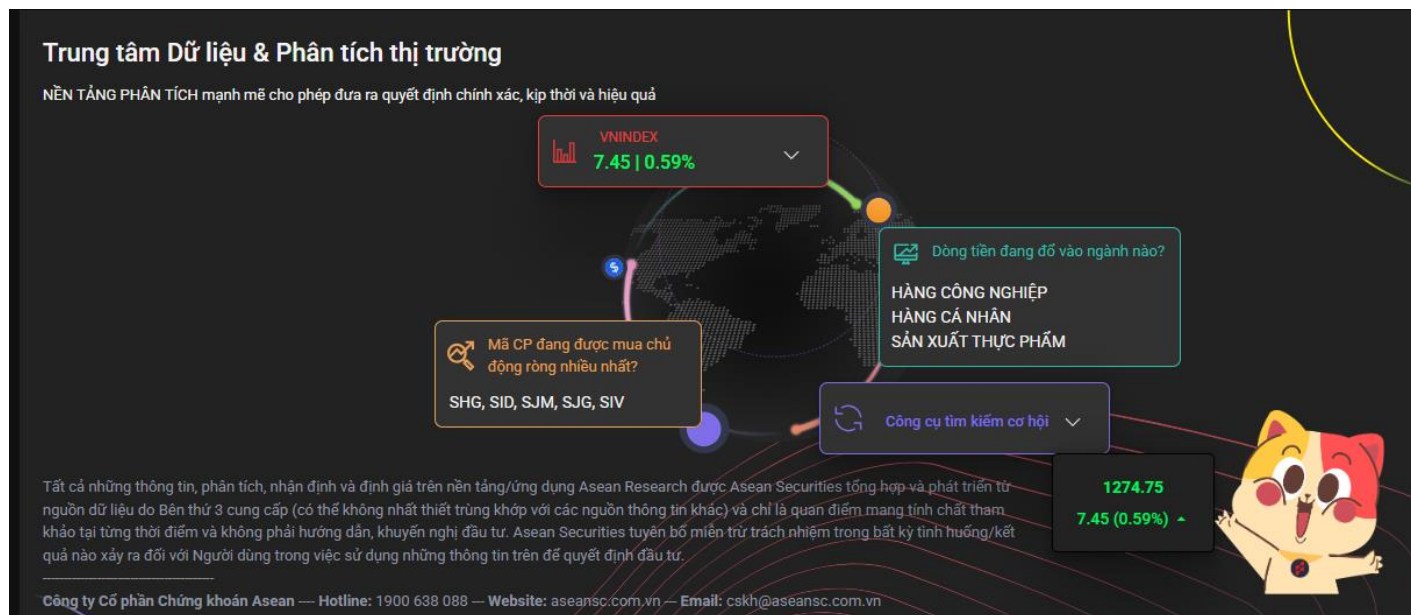
THÔNG BÁO

- NHÀ ĐẦU TƯ VUI LÒNG MỞ TÀI KHOẢN TẠI CÔNG TY CHỨNG KHOÁN ASEAN ĐỂ XEM BÁO CÁO ĐẦY ĐỦ.
- NHÀ ĐẦU TƯ CÓ THỂ THAM GIA NHÓM TƯ VẤN ZALO TẠI:



Mở Zalo, bấm quét QR để quét và
xem trên điện thoại

- NHÀ ĐẦU TƯ CÓ THỂ TRUY CẬP TRUNG TÂM DỮ LIỆU & PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG TẠI: <https://research.aseansc.com.vn/>



THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần chứng khoán ASEAN

Địa chỉ: Tầng 4,5,6,7 số 3 Đặng Thái Thân, P.Phan Chu Trinh, Q.Hoàn Kiếm, Hà Nội

Website: www.aseansc.com.vn | Hotline: 1900 638 088

TRƯỞNG PHÒNG PHÂN TÍCH NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Hai.LP

Email: hai.lp@aseansc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này bao gồm các nhận định chủ quan và dựa trên nguồn thông tin tin cậy và cơ sở phân tích chi tiết, cẩn trọng. ASEANSC không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này đồng thời bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn ra quyết định cụ thể nào. Người sử dụng báo cáo nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định của chính mình. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền ASEANSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của ASEANSC đều trái luật.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG