

Lọc hoá dầu Bình Sơn (BSR)

Khó khăn kéo dài

1Q25: Sự phục hồi của diesel bị kéo lùi bởi xăng và dự phòng

- Sản lượng 1Q25 tăng 14% n/n lên 1.7 triệu tấn. Tuy nhiên, doanh thu chỉ đạt 31.9 nghìn tỷ đồng (+4% n/n, -11% q/q) do (1) giá bán lẻ RON95-III và Diesel giảm lần lượt 11% và 8% n/n trong 1Q25, và (2) biên lọc dầu (crack spread) MOGAS92/diesel Singapore vẫn ở mức thấp, lần lượt đạt mức 12.5/13.9 USD (-37%/-43% n/n, hình 3, 4).
- Lợi nhuận gộp 1Q25 vẫn yếu, đạt 382 tỷ đồng (hình 5, 6), chủ yếu do (1) lỗ gộp từ sản phẩm xăng quý thứ sáu liên tiếp (1Q25: -669 tỷ đồng), và (2) BSR đã trích lập dự phòng 381 tỷ đồng khi biến động giá dầu gia tăng.

Lợi nhuận gộp từ diesel hồi phục so với mức thấp của hai quý trước, đạt 998 tỷ đồng (+85% q/q), nhờ crack spread của diesel cải thiện. Dù vậy, con số này vẫn tương ứng mức giảm 18% trên nền năm.

- LNST 1Q25 đã quay lại vùng dương, đạt 399 tỷ đồng (-64% n/n, hình 7), phục hồi từ khoản lỗ -89 tỷ đồng trong 4Q24, nhưng vẫn ở mức khiêm tốn.

2Q25F: tác động kép từ biên lọc dầu yếu và biến động giá dầu

- Sau khi ông Trump công bố thuế quan đối ứng mới ngày 02/04, crack spread của Singapore diesel lập tức giảm một nửa, dao động quanh mức 7.4–10 USD trong suốt Tháng 4. Từ đầu Tháng 5 đến nay, crack spread đã phục hồi về mức 14.4–17.4 USD; tuy nhiên, chúng tôi cho rằng crack spread ảm đạm trong Tháng 4 sẽ ảnh hưởng xấu đến biên gộp của diesel.

Ngược lại, crack spread của Singapore MOGAS92 ghi nhận diễn biến tích cực ngay đầu Tháng 4 và duy trì cao quanh 11–15 USD trong suốt tháng. Điều có thể giúp lợi nhuận gộp từ xăng quay lại mức dương, mặc dù sự cải thiện này có thể dễ dàng bị bù trừ bởi tác động tiêu cực của sản phẩm diesel.

- Thuế quan mới của Trump (02/04) khiến Brent lao dốc 16% chỉ trong 4 ngày, chạm đáy ở mức 58.5 USD/thùng. Sau đó, tâm lý thị trường trở nên mong manh và dao động mạnh trong vùng 58.5–68.5 USD, theo sát diễn biến căng thẳng/tháo gỡ của quan hệ Mỹ-Trung, quá trình loại bỏ việc cắt giảm 2.2 triệu thùng/ngày của OPEC và các cuộc đàm phán Mỹ-Iran. Trong 2Q25F, chúng tôi kỳ vọng biến động giá dầu tăng cao sẽ tiếp tục dẫn đến mất giá hàng tồn kho, qua đó gia tăng áp lực lên lợi nhuận của BSR.

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024
Doanh thu (tỷ đồng)	57,959	101,114	167,126	147,423	123,027
Tăng trưởng (% n/n)	(43.6)	74.4	65.3	(11.8)	(16.5)
LN hoạt động (tỷ đồng)	(2,877)	6,907	15,500	9,602	652
LN ròng (tỷ đồng)	(2,858)	6,684	14,669	8,593	585
EPS (đồng)	(909)	2075	4749	2,789	202
Tăng trưởng (% n/n)	(205.9)	(328.2)	128.9	(41.3)	(92.8)
EBITDA (tỷ đồng)	(494)	8,822	16,865	10,374	1,443
PE (x)	(25.80)	7.21	4.02	7.28	100.89
EV/EBITDA (x)	(147.62)	4.63	2.68	5.47	34.64
PB (x)	2.34	1.24	1.15	1.10	1.14
ROE (%)	(8.67)	19.58	33.16	15.92	1.11
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0	2	0	3.4	

Nguồn: FinproX, KIS Research

Công ty

Tin văn

21/05/2025

Xếp hạng 12T **Không xếp hạng**

Giá mục tiêu **N.A**

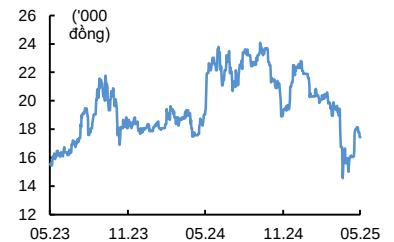
Thông kê

VNIndex (20/05, điểm)	1,315
Giá cp (20/05, đồng)	17,450
Vốn hóa (tỷ đồng)	54,414
SLCP lưu hành (triệu)	3,101
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	24,089/14,550
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	64.73
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	7.9/0.3
Cổ đông lớn (%)	
Petro Vietnam	92.13

Biến động giá

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	9.4	(9.5)	(9.6)
Tương đối với VNI (%)	1.1	(18.3)	(15.6)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng phân tích

researchdept@kisvn.vn

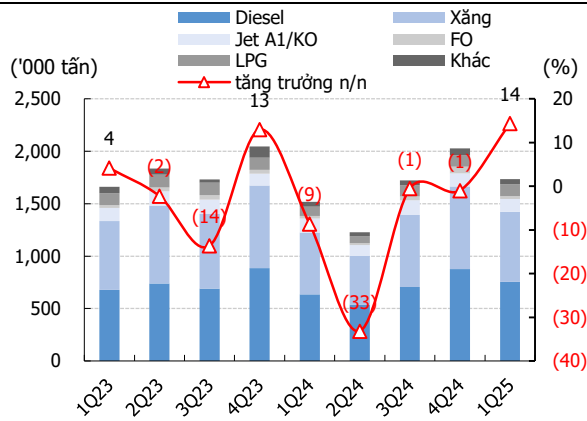
Bảng 1. Tổng quan lợi nhuận theo quý

(tỷ đồng, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	q/q	n/n
Doanh thu	30,689	24,424	31,946	35,968	31,895	(11.3)	3.9
LN hoạt động	1,261	836	(1,334)	(110)	461	N/A	(63.4)
Biên LN hoạt động	4.1	3.4	(4.2)	(0.3)	1.4	1.8	(2.7)
LNTT	1,271	840	(1,329)	(102)	472	N/A	(62.9)
LNST	1,115	769	(1,209)	(89)	399	N/A	(64.2)

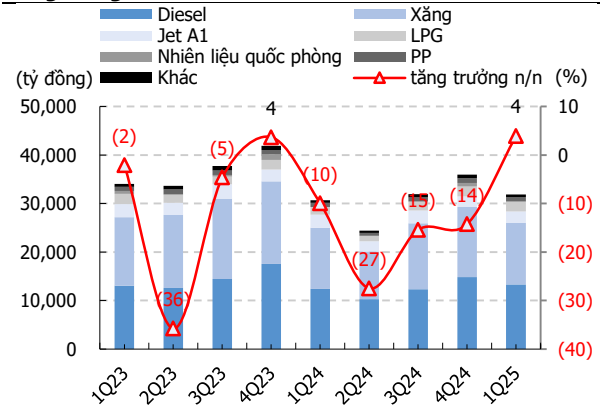
Nguồn: FiinproX, KIS Research

Hình 1. Sản lượng 1Q25 tăng 14% n/n ...



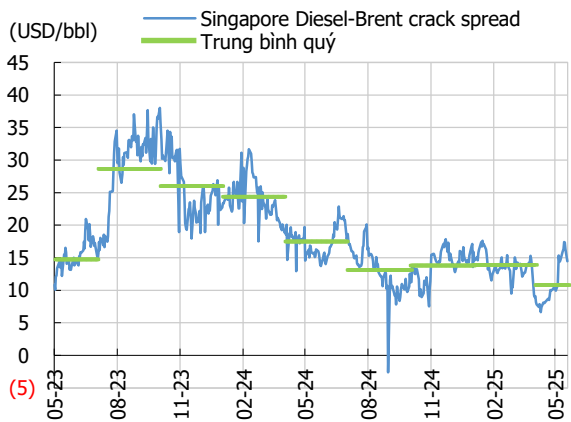
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 2. ... nhưng doanh thu chỉ tăng 4% n/n do giá bán lẻ xăng dầu giảm, ...



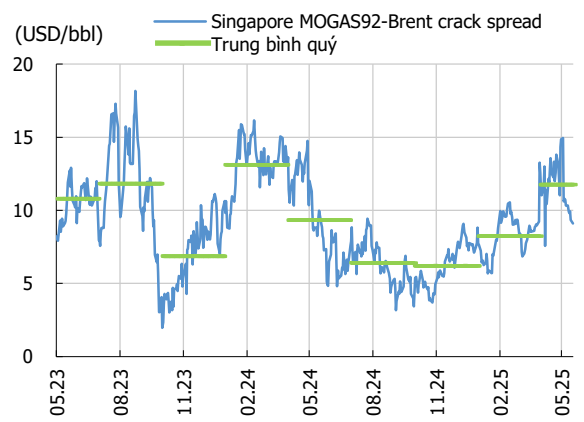
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 3. ... Diesel crack spread giảm mạnh 43% n/n ...



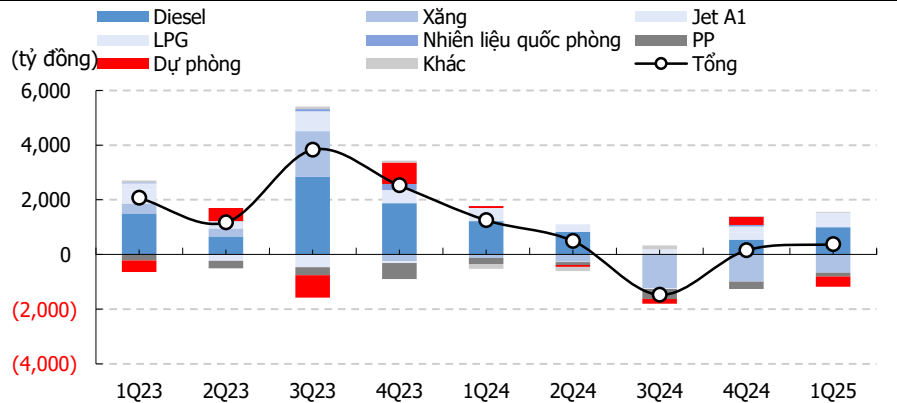
Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 4. ... và MOGAS92 crack spread giảm 37% n/n



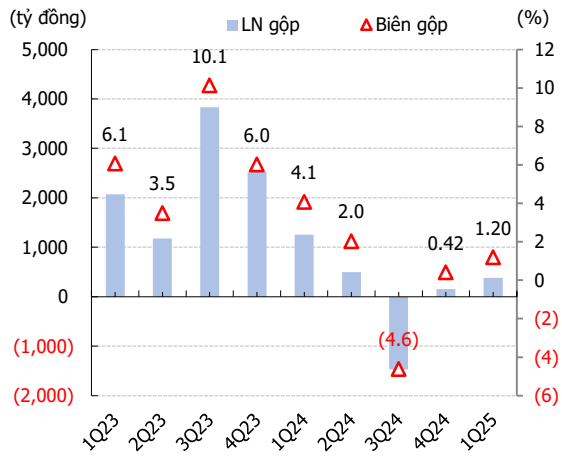
Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 5. Lợi nhuận gộp Diesel hồi phục nhưng bị kéo lùi bởi trích lập dự phòng và lỗ gộp từ sản phẩm Xăng ...



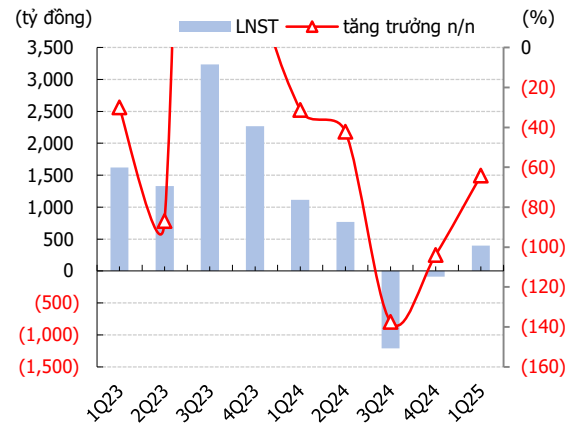
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 6. ... khiến LN gộp của BSR duy trì thấp



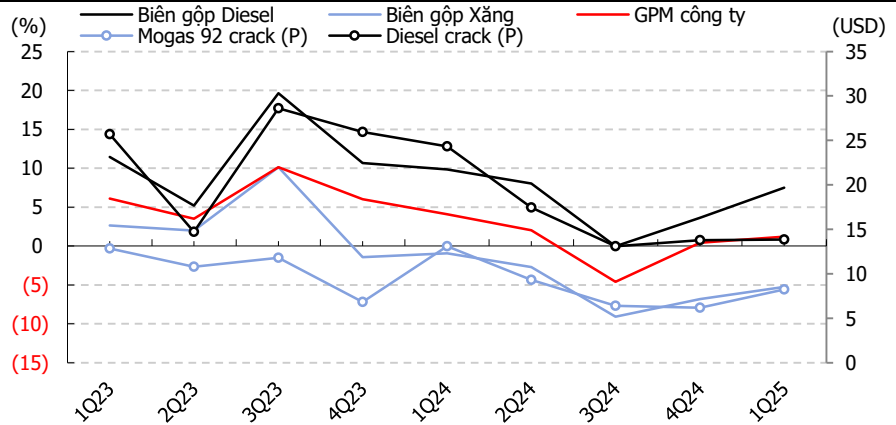
Nguồn: FiinproX, KIS Research

Hình 7. LNST 1Q25 trở lại vùng dương, nhưng vẫn ghi nhận mức giảm 64% n/n



Nguồn: FiinproX, KIS Research

Hình 8. Các chỉ số biên lọc dầu Singapore và biên gộp của BSR cho thấy tương quan cao



Nguồn: Bloomberg, FiinproX, KIS Research

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 21/05/2025.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 21/05/2025.

Prepared by: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2025 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..