

CTCP Lọc Hóa Dầu Bình Sơn (HOSE: BSR)

Biên lợi dầu chưa có dấu hiệu khởi sắc

- Chúng tôi cho rằng crack spread năm 2025 sẽ giảm nhẹ do nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tăng chậm và một số NMLD trên thế giới tăng công suất đến 2030.
- LN ròng của BSR có thể tăng 91%/144% svck trong 2025-26 từ mức nền thấp của 2024, tuy nhiên mức lợi nhuận này vẫn ở mức thấp so với quy mô BSR.
- Khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu 20,700 VNĐ/cp.

QKQD Q4/24: Lợi nhuận giảm mạnh svck nhưng cải thiện so với quý trước

Trong Q4/2024, sản lượng tiêu thụ của BSR ước tính giảm 8% svck và 6% sv quý trước. Đồng thời, crack spread bình quân của diesel và nhiên liệu phản lực tại châu Á giảm mạnh 47% svck và 39% svck, nhưng tăng nhẹ 5% so với quý trước. Dù sản lượng tiêu thụ có dấu hiệu phục hồi, sự sụt giảm mạnh của crack spread đã tác động tiêu cực đến doanh thu và lợi nhuận gộp. Năm 2024, doanh thu của BSR giảm 17% svck, trong khi lợi nhuận gộp giảm 96% svck. Bên cạnh đó, doanh thu tài chính giảm 16% svck do ảnh hưởng từ sự suy giảm sức mạnh của đồng VNĐ và chi phí tài chính giảm 31% svck. Theo đó, LN ròng Q4/2024 giảm 104% svck, LN ròng cả 2024 giảm 93% svck.

Crack spread khó hồi phục ngắn hạn, triển vọng dài hạn tới từ dự án NCMR

Trong giai đoạn 2025-2026, giá dầu thế giới và crack spread sản phẩm lọc hóa dầu được dự báo tiếp tục duy trì xu hướng giảm. Crack spread châu Á tiếp tục bị ảnh hưởng do nhu cầu tiêu thụ xăng dầu Trung Quốc phục hồi chậm và đang gần đỉnh trong ngắn hạn. Ngược lại, kế hoạch đẩy mạnh công suất lọc dầu của một số quốc gia giai đoạn 2025-2030 với mục tiêu củng cố an ninh năng lượng và nâng cao hiệu suất lọc dầu có thể tạo ra hiện tượng dư cung. Chúng tôi dự báo crack spread diesel/xăng/nhiên liệu phản lực Châu Á năm 2025 sẽ lần lượt giảm xuống 14.4/9.2/13.9 USD/thùng (giảm 17%/31%/12,8% svck) và năm 2026, crack spread diesel/nhiên liệu phản lực Châu Á có thể tiếp tục giảm còn đạt 13.2/12.9 USD/thùng (giảm 8.1%/7.6% svck) và crack xăng có thể đảo chiều tăng lên 11.4 USD/thùng (tăng 23.3% svck). Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2025 của BSR tăng 91% svck nhờ mức nền lợi nhuận ròng của năm 2024 thấp và sản lượng tiêu thụ quay trở lại, nhưng LN ròng vẫn thấp hơn giai đoạn 2021-2023 do biên lợi dầu vẫn đang trong chu kỳ giảm. Trong dài hạn, dự án nâng cấp Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, dự kiến hoàn thành Q3/2028, được cho là động lực tăng trưởng chính khi nâng công suất 15% từ năm 2029.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 20,700 VND/cổ phiếu

Giá mục tiêu được xác định thông qua mô hình FCFF dự phóng 5 năm và phương pháp so sánh với P/B mục tiêu là 1.15. Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP do crack spread tham chiếu Châu Á tiếp tục có xu hướng giảm trong năm 2025 khiến kết quả kinh doanh của BSR chưa thực sự tích cực trở lại.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	123,027	131,243	122,063	114,679
Lợi nhuận ròng	631	1,204	2,936	2,617
Tăng trưởng doanh thu thuần	-16.5%	6.7%	-7.0%	-6.0%
Tăng trưởng LN ròng	-92.7%	90.8%	143.8%	-10.9%
Biên LN gộp	0.4%	1.9%	4.1%	4.0%
Biên EBITDA	1.2%	2.5%	4.9%	4.8%
ROAE	1.1%	2.1%	5.1%	4.4%
ROAA	0.7%	1.4%	3.4%	3.0%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	204	388	947	844
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	17,902	18,275	18,885	19,396

TRUNG LẬP

20,700VNĐ

Giá mục tiêu

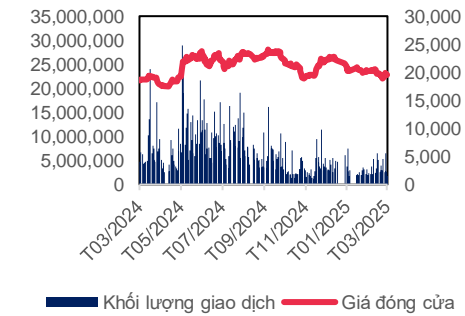
Lợi nhuận kỳ vọng

6.2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinproX, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	19,450
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	24,800
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	17,400
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	60,770
P/E (TTM)	96.7
P/B	1.1
Thị suất cổ tức (%)	1.3%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	0.8%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu (%)

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	92.13%
KIM Vietnam Growth Equity Fund	0.53%
Khác	7.34%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Dung1.NguyenTien@mbs.com.vn

Chuyên viên phân tích

Lê Đức Dũng

Dung.leduc@mbs.com.vn

CTCP Lọc Hóa Dầu Bình Sơn (HOSE: BSR)

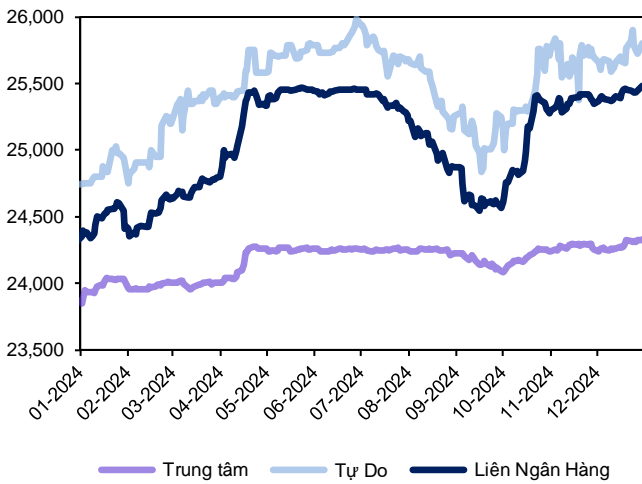
KQKD Q4/2024 và năm 2024

Hình 1: Kết quả kinh doanh Q4/2024 và cả năm 2024 (đơn vị: tỷ VNĐ)

Chỉ số tài chính	Q4/2024	% svck	% sv quý trước	2024	% svck	Đánh giá
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	1,800	-8.2%	-6.1%	6,460	-12.0%	Sản lượng tiêu thụ Q4/2024 giảm nhẹ so với quý trước. Ảnh hưởng từ lần bảo dưỡng TA5 đã khiến sản lượng tiêu thụ cả năm giảm 12% svck.
Giá dầu thô Brent (USD/thùng)	74.4	-10.2%	-5.5%	82.2	-2.1%	
Crack spread xăng châu Á (USD/thùng)	10.0	-1.7%	-10.7%	13.4	-11.1%	
Crack spread diesel châu Á (USD/thùng)	13.3	-48.7%	1.6%	17.3	-27.0%	Biên lọc dầu Diesel Q4/2024 có sự hồi phục so với quý trước nhưng vẫn giảm mạnh so với cùng kỳ do sự sụt giảm của hoạt động sản xuất và thương mại quốc tế.
Crack spread nhiên liệu bay châu Á (USD/thùng)	14.0	-41.1%	1.8%	14.9	-30.1%	
Doanh thu	35,968	-14.2%	-12.6%	123,027	-16.5%	Giá dầu duy trì xu hướng giảm trong Q4/2024 khiến giá bán thành phẩm giảm cùng với sự suy giảm nhẹ sản lượng tiêu thụ khiến doanh thu giảm svck và so với quý trước.
Lợi nhuận gộp	152	-94.0%	-110.3%	491	-95.0%	
Biên lợi nhuận gộp	0.4%	-5.0đpt	5.6đpt	0.4%	-6.3đpt	Crack spread Q4/2024 tiếp tục duy trì xu hướng giảm khiến cho biên lợi nhuận gộp Q4/2024 bị co hẹp lại svck. Do đó, biên lợi nhuận gộp cả năm giảm mạnh svck.
Chi phí bán hàng & quản lý DN	392	-34.6%	33.7%	1,213	-26.7%	
% Chi phí bán hàng & quản lý DN/Doanh thu	1.1%	-0.3đpt	0.2đpt	1.0%	-0.1đpt	
Doanh thu tài chính	410	-57.2%	-25.9%	2,230	-15.9%	Do từ Q3/2024, đồng VND suy yếu khiến lãi chênh lệch tỷ giá năm 2024 giảm 44% svck
Chi phí tài chính	280	-20.1%	123.5%	800	-30.7%	Do lỗ chênh lệch tỷ giá giảm 37% svck
Lợi nhuận trước thuế	-102	-104.0%	-91.8%	736	-92.4%	
Lợi nhuận sau thuế	-89	-104.0%	-89.2%	591	-93.1%	
Lợi nhuận ròng	-90	-104.0%	-92.6%	631	-92.7%	Crack spread liên tục giảm kể từ Q3/2024 khiến lợi nhuận thu hẹp lại vào Q4/2024 và nửa cuối năm 2024.

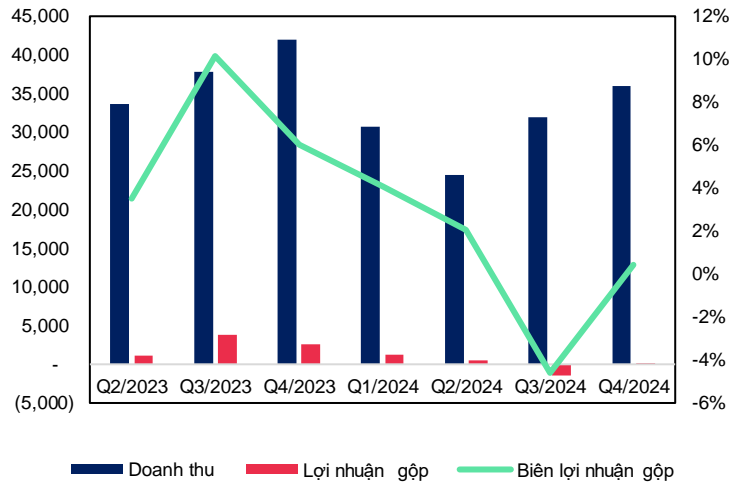
Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 2: Diễn biến tỷ giá VND/USD năm 2024



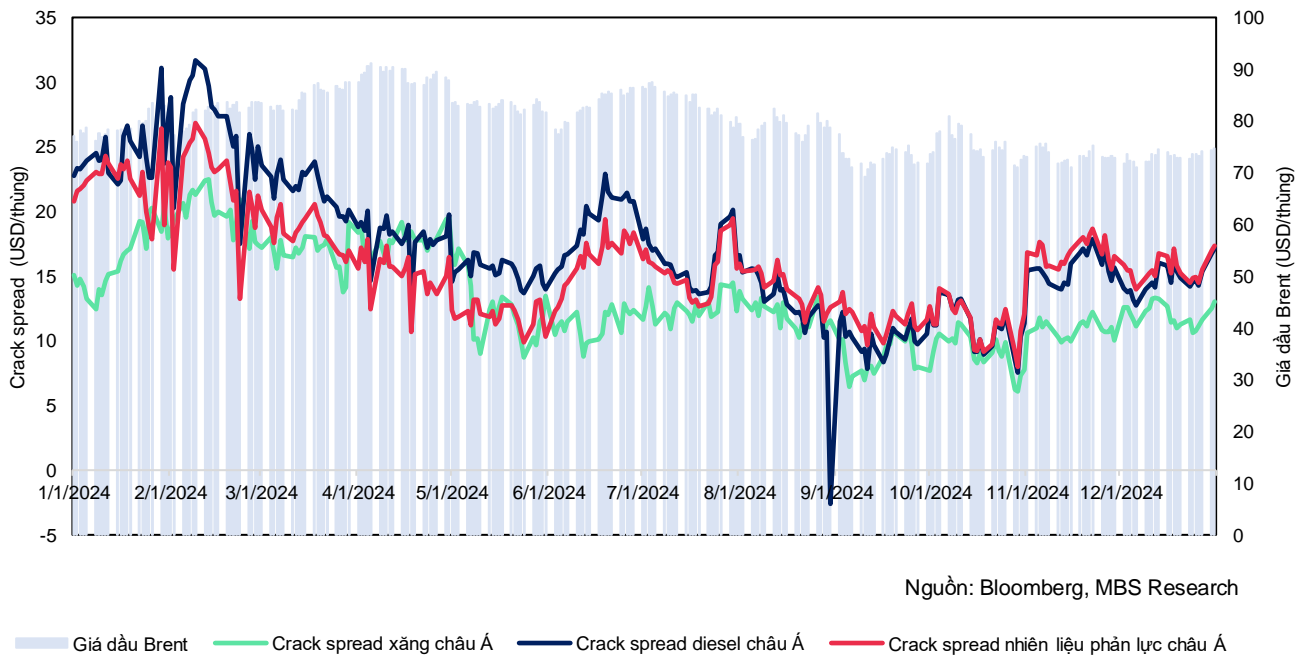
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 3: Doanh thu và lợi nhuận có sự cải thiện so với quý trước nhưng vẫn giảm mạnh so với cùng kỳ



Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 4: Giá dầu thô Brent và crack spread châu Á tham chiếu duy trì xu hướng giảm cả năm 2024



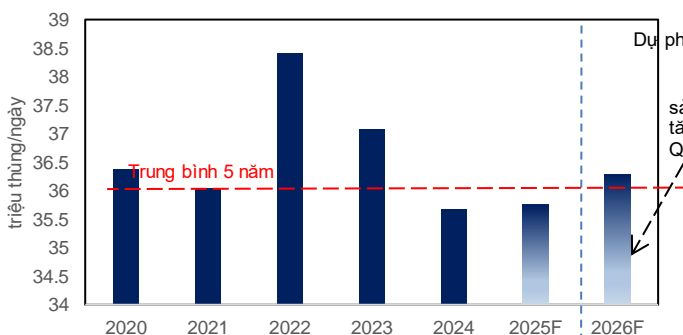
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Crack spread tiếp tục xu hướng giảm trong ngắn hạn, dự án tăng công suất sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn

Giá dầu nổi tiếp xu hướng giảm do ảnh hưởng từ yếu tố chính trị

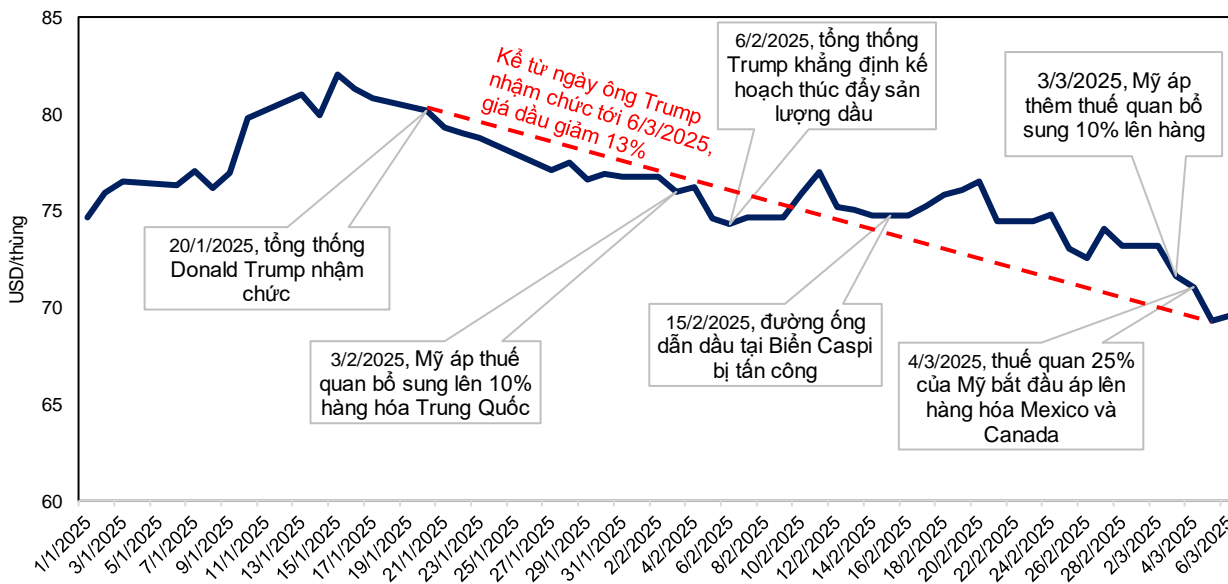
Trong nửa đầu tháng 1/2025, giá dầu Brent tăng mạnh lên 82 USD/thùng do tác động từ lệnh trừng phạt của Mỹ đối với các tàu chở dầu của Nga. Tuy nhiên, từ nửa cuối tháng 1/2025, giá dầu giảm nhanh dưới ảnh hưởng của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và chính sách thuế của Mỹ. Đến đầu tháng 3/2025, giá dầu Brent giảm xuống dưới 70 USD/thùng khi Tổng thống Trump áp thuế 25% lên toàn bộ hàng hóa Mexico và Canada, đồng thời nâng tổng mức thuế bổ sung lên 20% với hàng hóa Trung Quốc từ ngày 3/3/2025. Những chính sách này tác động đa chiều đến cân đối cung - cầu dầu thô, làm suy giảm nhu cầu tiêu thụ toàn cầu. Nguồn cung dư thừa làm giảm giá bán sản phẩm lọc hóa dầu, ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận lọc dầu năm 2025. Trong khi đó, OPEC+ quyết định duy trì cắt giảm sản lượng đến hết Q1/2025 và lên kế hoạch tăng sản lượng dần thêm 138.000 thùng/ngày từ tháng 4/2025. Tuy nhiên, sự gia tăng sản lượng từ các nước ngoài OPEC+ có thể khiến nguồn cung dư thừa trong ngắn hạn, tạo áp lực lên giá dầu. Chúng tôi đánh giá rằng trong kịch bản tiêu cực, giá dầu Brent năm 2025 có thể chạm đáy 65 USD/thùng. Tổng hợp các yếu tố trên, chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2025 giảm còn 75 USD/thùng (giảm 7% svck) và giá dầu Brent trung bình năm 2026 giảm xuống 68 USD/thùng (giảm 9% svck).

Hình 5: OPEC+ có thể kết thúc việc cắt giảm sản lượng tự nguyện vào đầu Q2/2025, dẫn đến thặng dư công suất sản xuất dầu thô trong năm 2024 của khu vực này tăng



Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 6: Biến động giá dầu từ đầu năm đến nay và diễn biến chính trị có ảnh hưởng



Nguồn: MBS Research

Crackspread của BSR dự báo tiếp tục thu hẹp năm 2025

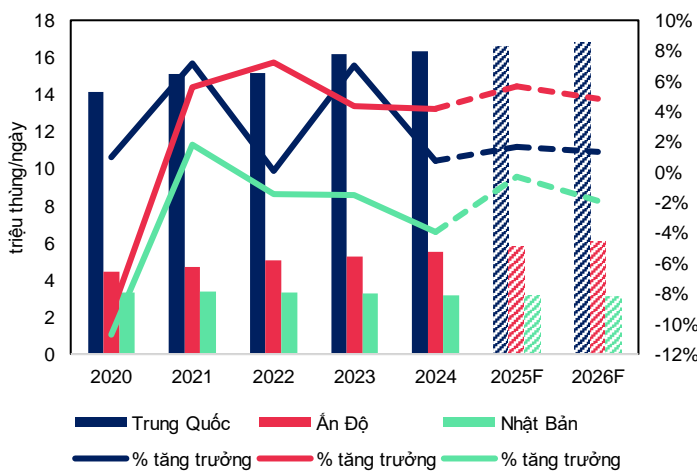
Nhu cầu tiêu thụ dầu mỏ tiếp tục đối mặt với áp lực suy giảm khi Trung Quốc chưa có dấu hiệu phục hồi mạnh do tác động của chiến tranh thương mại và sự suy yếu của các ngành công nghiệp. Bên cạnh đó, xu hướng chuyển đổi sang xe điện đang làm giảm nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong dài hạn. Ấn Độ là thị trường tiềm năng dẫn dắt tăng trưởng nhu cầu sản phẩm lọc hóa dầu, nhờ sự mở rộng sản xuất trong các ngành công nghiệp linh kiện xe điện, tấm pin mặt trời và đồ gia dụng. Trong tháng 11/2024, doanh số bán xăng và dầu diesel tại Ấn Độ đạt lần lượt 3,42 triệu tấn (+9,2% svck) và 8,158 triệu tấn (+8,4% svck). Dự báo năm 2025, nhu cầu dầu mỏ của Ấn Độ có thể tăng 3,2%, gần gấp đôi mức 1,7% của Trung Quốc. Tuy nhiên, Trung Quốc vẫn chiếm khoảng 16% nhu cầu toàn cầu, lớn gấp 3 lần nhu cầu tại Ấn Độ, do đó, mức tăng trưởng nguồn cầu toàn cầu dự kiến chỉ ở mức khiêm tốn.

Ngược lại, công suất lọc dầu của Châu Á được dự báo đang trong giai đoạn mở rộng từ 2025-2030 khi Ấn Độ dự định triển khai dự án mở rộng CDU lớn nhất cả nước đối với nhà máy lọc dầu Vadinar với công suất 515.000 thùng/ngày. Trung Quốc và Pakistan cũng dự kiến sẽ đóng góp 25% tổng công suất bổ sung của khu vực theo báo cáo của Global Data với mục tiêu tăng cường an ninh năng lượng và nâng cao hiệu suất lọc dầu.

Trong bối cảnh này, crack spread khu vực châu Á không mấy khả quan trong năm 2025 dù so sánh mức nền thấp của năm 2024. Chúng tôi dự báo crack spread diesel/xăng/nhiên liệu phản lực Châu Á năm 2025 sẽ lần lượt giảm xuống 14.4/9.2/13.9 USD/thùng (giảm 17%/31%/12,8% svck) và năm 2026, crack spread diesel/nhiên liệu phản lực Châu Á có thể tiếp tục giảm còn đạt 13.2/12.9 USD/thùng (giảm 8.1%/7.6% svck) và crack xăng có thể đảo chiều tăng lên 11.4 USD/thùng (tăng 23.3% svck).

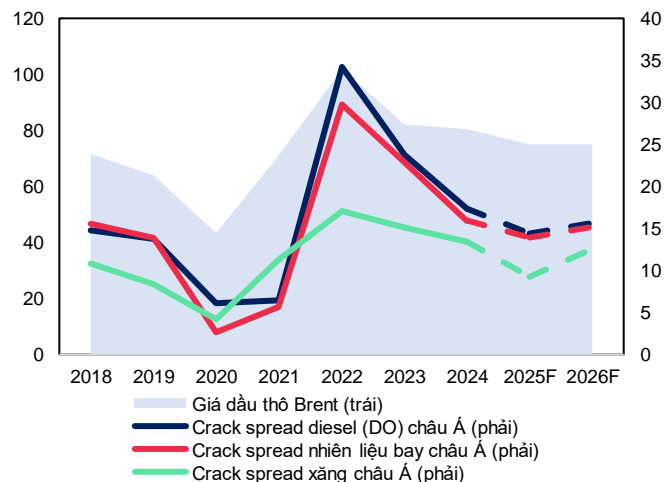
Về dài hạn, crack spread các sản phẩm xăng dầu dự kiến tiếp tục chịu áp lực giảm do xu hướng dịch chuyển sang xe điện và sử dụng các nguồn nguyên liệu sạch. Tuy nhiên, tốc độ suy giảm sẽ diễn ra từ từ, nhờ nhu cầu từ khách hàng công nghiệp vẫn duy trì ổn định.

Hình 7: Nhu cầu tiêu thụ dầu và sản phẩm lọc hóa dầu tại 3 nước Châu Á



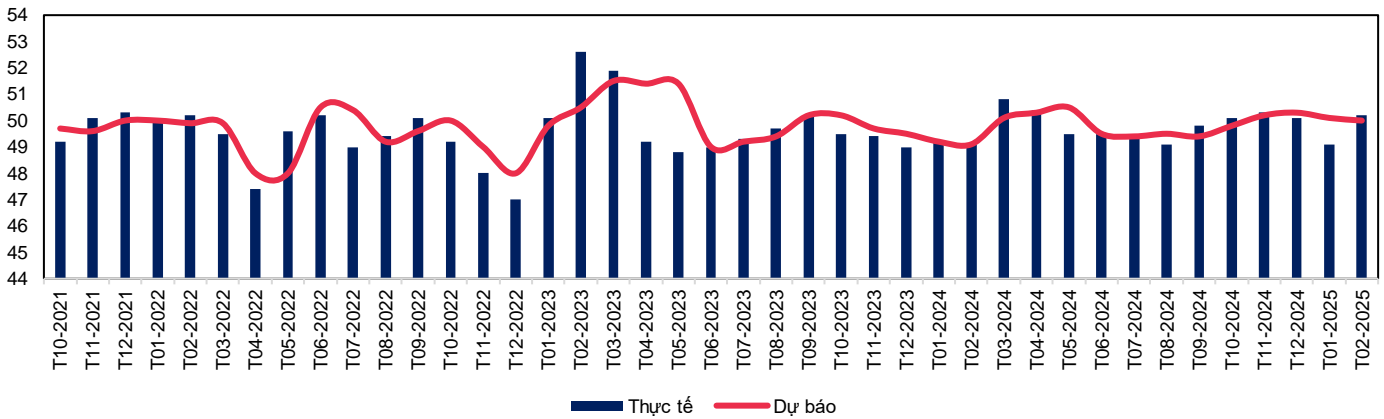
Nguồn: EIA, MBS Research

Hình 8: Crack spread trung bình tại châu Á được dự báo tiếp tục giảm năm 2025 do nguồn cung tăng



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

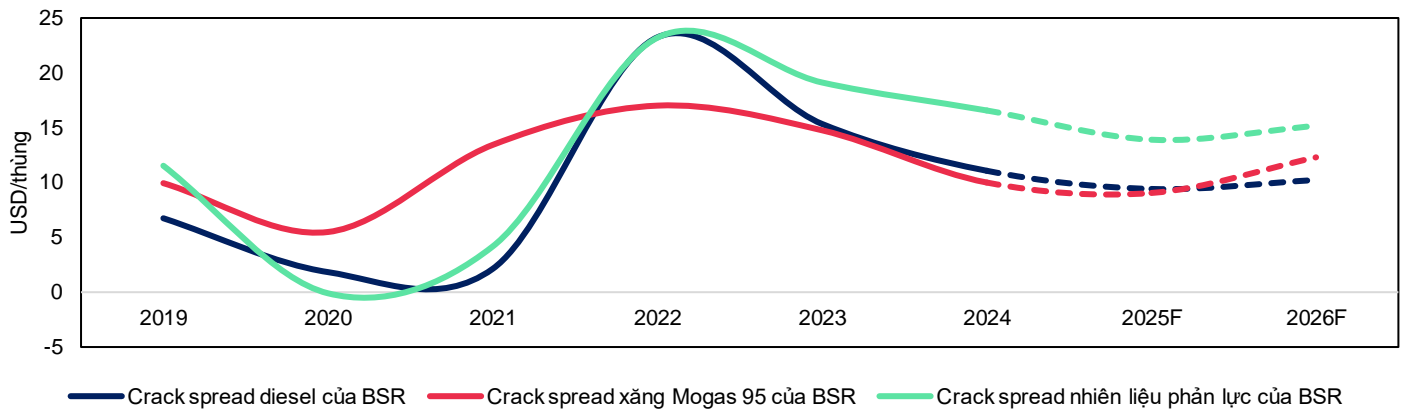
Hình 9: Chỉ số PMI của Trung Quốc hồi phục yếu trong Q1/2025



Nguồn: Investing.com, MBS Research

Chúng tôi dự phóng crack spread của BSR dựa trên giả định crack spread tại khu vực châu Á cao hơn crack spread của BSR một mức cố định trong ngắn hạn. Tuy nhiên trong dài hạn, sau khi dự án nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất hoàn thiện, chúng tôi cho rằng mức này sẽ bị thu hẹp và crack spread của BSR sẽ tiến dần tới mức crack spread của khu vực.

Hình 10: Dự phóng crack spread của BSR trong ngắn hạn dựa trên crack spread tham chiếu khu vực châu Á

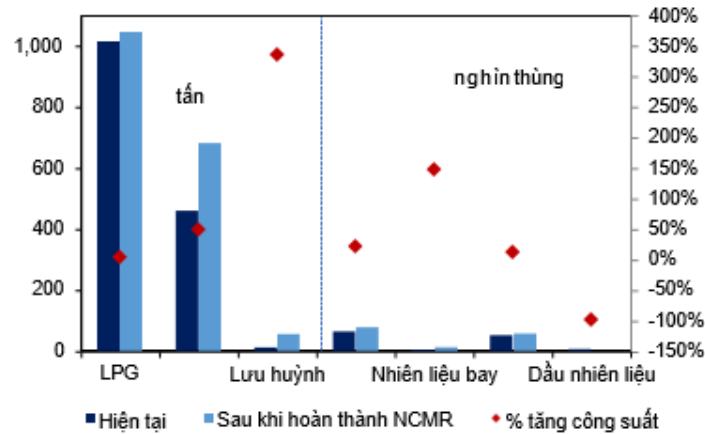


Nguồn: MBS Research

Mở rộng công suất, nâng cao chất lượng để phát triển dài hạn

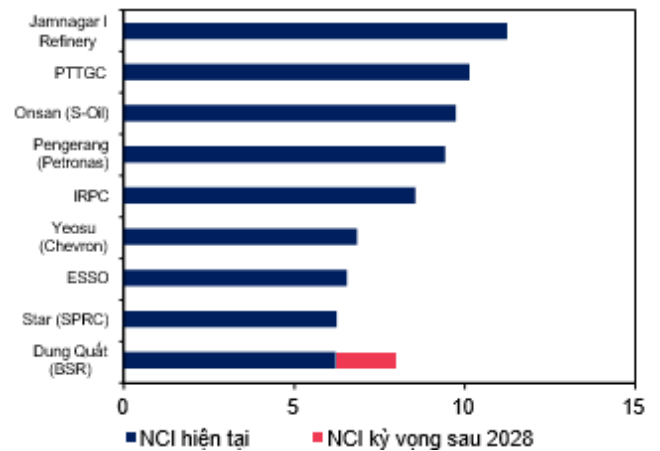
Sau dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất, tổng mức công suất dự kiến tăng 15% so với hiện tại (lên 171 nghìn thùng/ngày). BSR cũng sẽ chuyển đổi cơ cấu các sản phẩm với mục tiêu gia tăng sản lượng sản xuất của các sản phẩm có giá trị cao hơn và thúc đẩy chất lượng sản phẩm đạt tiêu chuẩn quốc tế EURO 5. Chúng tôi duy trì kỳ vọng crack spread sản phẩm lọc dầu của BSR sẽ tiến gần hơn tới mức trung bình của khu vực châu Á sau khi dự án hoàn thiện nhờ tăng Nelson Complexity Index (NCI – đo độ phức tạp của các nhà máy lọc hóa dầu). Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm tăng trưởng công suất sẽ là động lực dài hạn của BSR.

Hình 11: Công suất của NMLD Dung Quất trước và sau dự án nâng cấp mở rộng



Nguồn: BSR, MBS Research

Hình 12: Nelson Complexity Index (NCI) (*) của một số nhà máy lọc dầu tại châu Á



Nguồn: Fintch Ratings, MBS Research

Do crack spread có thể duy trì ở mức hiện tại hoặc thấp hơn do công suất lọc dầu thế giới đang tăng dần, việc tăng công suất của NMLD Dung Quất sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn của BSR. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của BSR trong năm 2029 (sau khi hoàn thành nâng cấp mở rộng) sẽ cao hơn 3.7% so với năm 2023 và 9.4% so với năm 2022. Sau ảnh hưởng của TA5 vào năm 2024, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ của BSR sẽ tăng 9.5% trong năm 2025 khi nhà máy quay trở lại hoạt động bình thường.

Dự phóng KQKD 2025-2026

Đơn vị: tỷ VNĐ	2024	2025F	svck (%)	2026F	svck (%)	Đánh giá
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	6,460	6,600	2.2%	6,891	4.4%	Theo Tạp chí công thương, BSR đã đặt mục tiêu tăng sản lượng tiêu thụ năm 2025 lên 6,6 triệu tấn các loại sản phẩm. Trong đó, các sản phẩm chủ yếu sẽ có sản lượng sản xuất lần lượt là 2,2 triệu tấn xăng RON 95; 2,5 triệu tấn dầu diesel; 0,6 triệu tấn xăng RON 91/92; 0,6 triệu tấn nhiên liệu Jet A1.
Giá dầu thô Brent (USD/thùng)	80.0	75.0	-6.7%	68.0	-9.3%	Theo EIA, giá dầu thô năm 2025 sẽ giảm nhẹ so với 2024, trung bình 75 USD/thùng, khi mà các nước vẫn đang tiếp tục xu hướng tăng dự trữ dầu thô và sản lượng dầu thô giảm tại Iran và Venezuela. Tuy nhiên, OPEC+ thông báo sẽ tăng sản lượng trở lại vào đầu Q2/2025 sẽ khiến cho áp lực giảm trên giá dầu vào giai đoạn cuối năm 2025 và kéo sang cả năm 2026.
Crack spread xăng châu Á (USD/thùng)	13.4	9.2	-31.2%	11.4	23.3%	Crack spread sản phẩm lọc hóa dầu được dự báo tiếp tục thu hẹp trong năm 2025 khi mà công suất lọc dầu thế giới được cho là sẽ tăng từ 104.2 triệu thùng/ ngày lên 104.8 triệu thùng/ngày. Bên cạnh đó, các căng thẳng chính trị và lệnh trừng phạt thương mại giữa các quốc gia cũng làm chậm tốc độ tăng trưởng của nhu cầu tiêu thụ dầu thành phẩm toàn cầu, đặc biệt là ở Trung Quốc.
Crack spread diesel châu Á (USD/thùng)	17.3	14.4	-17.1%	13.2	-8.1%	
Crack spread nhiên liệu bay châu Á (USD/thùng)	15.9	13.9	-12.8%	12.9	-7.6%	
Doanh thu	123,027	131,243	6.7%	122,063	-7.0%	
Lợi nhuận gộp	436	2,557	420.8%	5,022	96.4%	Lợi nhuận của BSR năm 2025 được kỳ vọng tăng 4 lần svck khi lợi nhuận năm 2024 ở mức thấp và sản lượng quay trở lại cùng với sự hồi phục nhẹ của crack spread dầu diesel trong khu vực.
Biên lợi nhuận gộp	0.4%	1.9%	1.5dpt	4.1%	2.2dpt	Cải thiện lợi nhuận gộp nhờ vào việc bình ổn chi phí giá vốn có thể giúp biên lợi nhuận 2025 của BSR tăng trở lại
Chi phí bán hàng & QLDN % Chi phí bán hàng & QLDN/ Doanh thu	1,214	1,473	21.3%	1,309	-11.2%	
Doanh thu tài chính	2,230	1,120	-49.8%	965	-13.8%	
Chi phí tài chính	800	882	10.2%	1,422	61.3%	
Lợi nhuận trước thuế	736	1,344	82.6%	3,277	143.8%	
Lợi nhuận sau thuế	591	1,198	102.7%	2,921	143.8%	
Lợi nhuận ròng	631	1,204	90.8%	2,936	143.8%	Lợi nhuận ròng của BSR năm 2025 được hỗ trợ phần lớn bởi kỳ vọng về sản lượng quay trở lại và tổng công suất được nâng lên 116% sau kỳ bảo dưỡng TA5. Ngoài ra, BSR cũng cải thiện công suất ở một số phân xưởng đặc thù nhằm cho ra sản phẩm có giá trị cao hơn như Jet A1.

Nguồn: MBS Research dự phóng

Luận điểm đầu tư và Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư:

- Tình hình chính trị ảnh hưởng tiêu cực tới tới nhu cầu tiêu thụ sản phẩm xăng dầu bởi các chính sách trừng phạt thương mại lẫn nhau, xung đột vũ trang làm trì trệ hoạt động sản xuất và thương mại và khiến biên lợi nhuận lọc dầu bị ảnh hưởng.
- Sản lượng tiêu thụ của BSR quay trở lại bình thường trong năm 2025 nhưng crack spread vẫn tiếp diễn xu hướng giảm do mất cân đối cung – cầu trong ngành hóa dầu toàn cầu.
- Chúng tôi cho rằng tỷ suất cổ tức năm 2025 sẽ giảm xuống 0% do ảnh hưởng từ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh năm 2024 giảm mạnh.
- Động lực tăng trưởng dài hạn của BSR phụ thuộc vào dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất với dự kiến tổng công suất tăng thêm 15% và nâng cao chất lượng và sản lượng của các sản phẩm có giá trị cao kể từ cuối 2028.

Định giá & Khuyến nghị

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý (đã làm tròn) của BSR là 20,700 VND/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá 6.2% so với giá đóng cửa ngày 25/3/2025, thông qua 2 phương pháp FCFF và P/B với tỷ trọng bằng nhau. Crack spread bắt đầu giảm từ năm giữa năm 2022 đến nay đã kéo theo P/B trung bình tháng bắt đầu xu hướng giảm từ tháng 7/2022. Tuy nhiên, BSR đã thành công chuyển sàn và niêm yết cổ phiếu trên sàn HOSE có thể đánh dấu một cột mốc mới cho tính minh bạch và tăng cơ hội tiếp nhận vốn đầu tư từ quỹ đầu tư trong và ngoài nước. Chúng tôi xác định giá trị P/B mục tiêu là 1.15 trong giai đoạn 2025-2026, tương đồng với P/B trung bình 2024 do crack spread năm 2025 có cùng xu hướng giảm khá tương đồng với năm 2024.

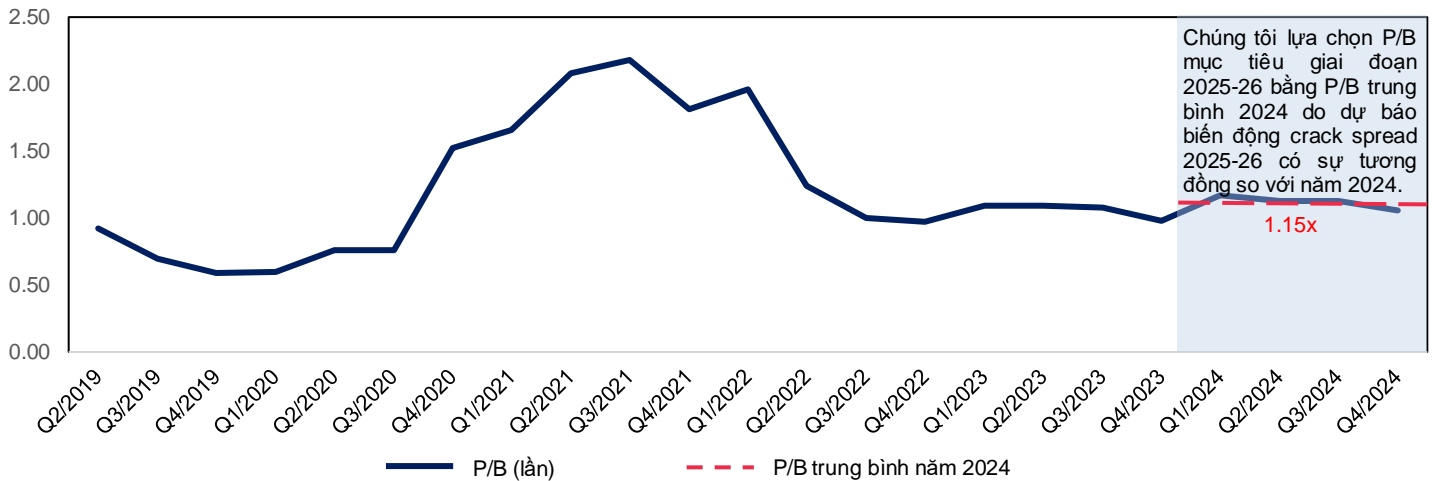
Xu hướng giảm của giá dầu và crack spread khu vực ảnh hưởng tiêu cực tới lợi nhuận ròng của BSR trong năm. Crack spread tham chiếu châu Á tiếp tục duy trì xu hướng giảm trong giai đoạn Q1/2025. Công suất lọc dầu thế giới được dự báo tiếp tục tăng trong trung hạn và nhu cầu tiêu thụ hồi phục chậm hơn nguồn cung sản phẩm lọc hóa dầu. Do đó, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của BSR sẽ khó đạt mức cao so với quy mô BSR trong trung hạn, do đó chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP cho cổ phiếu.

Hình 13: Tóm tắt các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND/cổ phiếu)
FCFF	50%	20,300
P/B (với P/B mục tiêu cuối năm 2025 = 1.15x)	50%	21,000
Giá mục tiêu		20,700
Giá hiện tại (giá đóng cửa ngày 25/3/2025)		19,450
Tiềm năng tăng giá		6.2%
Tỷ suất cổ tức		0.0%
Tiềm năng sinh lời		6.2%

Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 14: P/B trung bình năm 2024 và dự phóng P/B giai đoạn 2025-26.



Nguồn: FinnProX, MBS Research

Hình 15: Dự phóng FCFF

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lợi nhuận sau thuế	1,214	2,989	2,838	3,913	5,234	4,209
Chi phí phi tiền mặt	2,219	2,228	2,232	2,607	2,891	1,604
Lãi vay sau thuế	385	343	285	237	196	160
Đầu tư vốn lưu động	(1,603)	1,318	972	(975)	(347)	(1,177)
Đầu tư TSCĐ	(3,207)	(3,239)	(4,480)	(1,335)	(19)	(19)
FCFF	(992)	3,640	1,847	4,447	7,955	4,776

Hình 16: Định giá FCFF

(+) Giá trị hiện tại của FCFF giai đoạn 2025-2030	tỷ đồng	12,500
(+) Giá trị hiện tại của giá trị DN năm cuối chu kỳ	tỷ đồng	23,337
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	42,806
(-) Nợ	tỷ đồng	15,637
(-) Lợi ích của CĐTS	tỷ đồng	125
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	62,882
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	3,100
Giá trị cổ phiếu (làm tròn)	VND/cp	20,300

Chi phí VCSH

Lãi suất phi rủi ro	2.8%
Beta	1.3
Phần bù rủi ro thị trường	9.0%
Chi phí VCSH	14.5%

WACC và tăng trưởng dài hạn

Chi phí nợ	2.6%
Mức thuế	20.0%
WACC	11.7%
Tăng trưởng dài hạn	0.5%

Rủi ro tăng giá:

- Sản lượng tiêu thụ của BSR có thể tăng cao hơn so với dự phóng nhờ vào triển vọng thúc đẩy nền kinh tế của chính phủ Việt Nam thông qua các dự án đầu tư công, hoạt động xây dựng, sản xuất.
- Nhu cầu các sản phẩm xăng dầu tại khu vực châu Á có thể tăng khiến crack spread đảo chiều và tăng trở lại trong trường hợp các cảng thẳng chính trị được tháo gỡ nhằm thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sản phẩm xăng dầu toàn cầu cho hoạt động giao thương, sản xuất.

Hình 17: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Mã CK	Vốn hóa triệu USD	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA (%)		ROE (%)	
				2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F
Gujarat State Petronet Ltd	Ấn Độ	GUJS IN Equity	1,866.0	9.7	12.2	1.5	1.5	n/a	13.3	n/a	11.5
S-Oil Corp	Hàn Quốc	010950 KS Equity	4,475.7	n/a	9.7	0.8	0.7	(0.8)	3.1	(2.1)	8.2
IRPC PCL	Thái Lan	IRPC TB Equity	605.8	n/a	n/a	0.3	0.3	(2.8)	0.4	(7.1)	(1.5)
Chevron Corp	Mỹ	CVX US Equity	288,826.2	19.9	15.5	1.9	2.0	6.8	8.4	11.3	12.3
Bangchak Sriracha PCL	Thái Lan	BSRC TB Equity	559.3	n/a	38.1	0.7	0.7	(3.8)	(1.0)	(9.4)	1.2
Star Petroleum Refining PCL	Thái Lan	SPRC TB Equity	713.7	10.7	7.5	0.6	0.6	3.1	4.6	5.5	8.2
Trung bình				15.3	17.7	0.9	0.9	0.5	3.1	(0.4)	5.7
Lọc hóa dầu Bình Sơn	Việt Nam	BSR VN Equity	2,363.7	96.7	48.6	1.1	1.1	0.7	2.0	1.1	2.3

Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả HĐKD	2024	2025	2026	2027	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	123,027	131,243	122,063	114,679	LN trước thuế	736	1,344	3,277	2,921
Giá vốn hàng bán	(122,536)	(128,687)	(117,041)	(110,128)	Khấu hao	2,221	2,219	2,228	2,232
Lợi nhuận gộp	491	2,557	5,022	4,551	Thuế đã nộp	(523)	(146)	(356)	(317)
Chi phí quản lý DN	(561)	(555)	(516)	(485)	Các khoản điều chỉnh khác	-	24	(85)	37
Chi phí bán hàng	(652)	(918)	(793)	(745)	Thay đổi VLĐ	(745)	(818)	741	401
LN từ HĐKD	(722)	1,083	3,713	3,321	LCTT từ HĐKD	(80)	2,158	5,344	4,758
EBITDA thuần	1,498	3,302	5,941	5,553	Đầu tư TSCĐ	(521)	(3,207)	(3,239)	(4,480)
LN trước thuế & lãi vay	(722)	1,083	3,713	3,321	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	2	-	-	-
Thu nhập lãi	2,230	1,120	965	881	Các khoản khác	8,509	1,275	1,294	1,670
Chi phí tài chính	(800)	(882)	(1,422)	(1,304)	LCTT từ đầu tư	7,990	(1,932)	(1,945)	(2,810)
Thu nhập ròng khác	28	23	21	22	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Tiền vay ròng nhận được	6,013	(220)	(2,245)	(180)
LN trước thuế	736	1,344	3,277	2,921	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Thuế TNDN	(145)	(146)	(356)	(317)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2,180)	-	(930)	(930)
Lợi nhuận sau thuế	591	1,198	2,921	2,604	LCTT từ hoạt động TC	3,833	(220)	(3,176)	(1,110)
Lợi ích cổ đông thiểu số	40	6	15	13	Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	17,001	28,995	29,025	29,163
Lợi nhuận ròng	631	1,204	2,936	2,617	LC tiền thuần trong năm	11,742	30	137	875
Chi trả cổ tức	(2,180)	-	(930)	(930)	Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	28,995	29,025	29,163	30,037
Lợi nhuận giữ lại	(1,549)	1,204	2,005	1,686	Các chỉ số cơ bản	2024	2025	2026	2027
Bảng cân đối kế toán	2024	2025	2026	2027	Tăng trưởng doanh thu thuần	-17%	7%	-7%	-6%
Tiền và tương đương tiền	28,995	29,025	29,163	30,037	Tăng trưởng EBITDA	-86%	120%	80%	-7%
Đầu tư ngắn hạn	14,022	13,781	13,427	12,615	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-109%	-250%	243%	-11%
Phải thu khách hàng	11,895	12,585	11,705	11,939	Tăng trưởng LN trước thuế	-92%	83%	144%	-11%
Hàng tồn kho	15,891	15,009	13,651	14,338	Tăng trưởng LN ròng	-93%	91%	144%	-11%
Các tài sản ngắn hạn khác	713	1,006	922	865	Tăng trưởng EPS	-93%	91%	144%	-11%
Tổng tài sản ngắn hạn	71,516	71,406	68,867	69,794	Biên LN gộp	0.4%	1.9%	4.1%	4.0%
Tài sản cố định	13,020	13,026	10,920	8,811	Biên EBITDA	1.2%	2.5%	4.9%	4.8%
Tài sản vô hình	196	132	67	(5)	Biên LN ròng	0.5%	0.9%	2.4%	2.3%
Xây dựng cơ bản dở dang	1,352	2,398	5,580	10,008	ROAE	1.1%	2.1%	5.1%	4.4%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAA	0.7%	1.4%	3.4%	3.0%
Đầu tư vào công ty LDLK	-	-	-	-	ROIC	0.9%	1.7%	4.1%	3.6%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	10	10	10	10	Vòng quay tài sản	140.6%	149.0%	140.2%	130.4%
Tài sản dài hạn khác	2,294	823	923	918	Cổ tức chi trả/LN ròng	345.5%	0.0%	31.7%	35.5%
Tổng tài sản dài hạn	16,871	16,389	17,499	19,741	Tổng nợ vay/VCSH	28.6%	27.6%	22.9%	22.0%
Tổng tài sản	88,387	87,795	86,367	89,535	Nợ vay ròng/VCSH	-23.7%	-23.6%	-26.9%	-28.0%
Vay & nợ ngắn hạn	15,857	13,637	11,591	11,591	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-14.9%	-15.3%	-18.3%	-18.8%
Phải trả người bán	14,473	14,023	12,676	14,574	Khả năng thanh toán lãi vay	(2.8)	2.5	9.1	8.9
Phải trả ngắn hạn khác	1,654	600	932	851	Số ngày phải thu	35	35	35	38
Tổng nợ ngắn hạn	31,984	28,260	25,199	27,016	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	47	43	43	48
Vay & nợ dài hạn	-	2,000	1,800	1,620	Số ngày phải trả tiền bán	43	40	40	48
Các khoản phải trả khác	865	847	803	764	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.2	2.5	2.7	2.6
Tổng nợ dài hạn	865	2,847	2,603	2,384	Khả năng thanh toán nhanh	1.7	2.0	2.2	2.1
Tổng nợ	32,849	31,106	27,802	29,400	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.3	1.5	1.7	1.6
Vốn điều lệ	31,005	31,005	31,005	31,005	Định giá				
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	204	388	947	844
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	BVPS (đồng/cp)	17,902	18,275	18,885	19,396
LN giữ lại	11,826	12,362	12,739	12,975	P/E (lần)	95.6	50.1	20.5	23.0
Các quỹ thuộc VCSH	12,675	13,295	14,808	16,157	P/B (lần)	1.1	1.1	1.0	1.0
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-					
Vốn chủ sở hữu	55,506	56,662	58,553	60,137					
Lợi ích cổ đông thiểu số	32	26	12	(1)					
Tổng vốn chủ sở hữu	55,538	56,688	58,564	60,136					
Tổng nợ và VCSH	88,387	87,795	86,367	89,535					

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

Khuyến nghị đầu tư ngành

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

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

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

Địa chỉ:

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

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

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đình Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đình Công Luyến

Bất động sản – KCN - VLXD

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Lê Đức Dũng

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly