

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH**  
**CÔNG TY TNHH-MTV LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN**  
**BSR**



**Tháng 12.2017**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**
**THÔNG TIN CƠ BẢN**

Tên Công ty	<b>Công ty TNHH-MTV Lọc Hóa Dầu Bình Sơn</b>		
Ngành nghề	Lọc, hóa dầu		
Sàn giao dịch			
Tên viết tắt	BSR		
Vốn điều lệ khi CPH	31.005 tỷ đồng		
EPS 9T/2017	1.659 đồng		
BVPS	12.019 đồng		

**CƠ CẤU VỐN DỰ KIẾN KHI CPH**

PVN	43.00%
Bán cho CBCNV	0.21%
IPO	7.79%
Bán cho Cổ đông chiến lược	49.00%

**CÔNG TY CON VÀ CÔNG TY LIÊN KẾT 30/9/2017**

Tên Doanh nghiệp	Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	Tỷ lệ góp vốn (%)
------------------	-----------------------	-------------------

**Công ty con**

CTCP Nhà và Thương mại Dầu khí	175,22	96.53%
CTCP Nhiên liệu Sinh học Dầu khí Miền Trung	1.120,45	65.86%

**Công ty liên kết**

CTCP Bảo dưỡng và Sửa chữa Công trình dầu khí Công ty TNHH Kho ngầm xăng dầu Việt Nam	80,00	8,75%
	55,69	7,99%

**KẾT QUẢ KINH DOANH (TỶ ĐỒNG)**

	2015	2016	9T.2017
Doanh thu thuần	95.272	73.686	54.489
Lợi nhuận gộp	9.942	6.333	6.210
EBITDA	9.706	7.880	8.049
LNTT	6.423	4.703	5.723
LNST	6.098	4.435	5.430

**KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ**

Phương pháp P/E	18.350 đồng/cổ phần
Phương pháp P/B	19.000 đồng/cổ phần
Phương pháp EV/EBITDA	18.100 đồng/cổ phần
Phương pháp FCFE	25.460 đồng/cổ phần

*Công ty TNHH MTV Lọc hóa dầu Bình Sơn-BSR là đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, được thành lập tháng 5 năm 2008, để tiếp nhận, quản lý và vận hành nhà máy lọc dầu Dung Quất.*

*Dự án nhà máy lọc dầu Dung Quất được khởi công vào ngày 28/11/2005 tại Khu kinh tế Dung Quất, Huyện Bình Sơn, Tỉnh Quảng Ngãi với tổng mức đầu tư 3 tỷ USD với công suất chế biến 6,5 triệu tấn dầu thô/năm.*

*Sau giai đoạn chạy thử từ 2008-2010, nhà máy đã đi vào vận hành thương mại từ 2011, tổng sản lượng sản xuất chế biến đến nay đạt hơn 40 triệu tấn sản phẩm, góp phần quan trọng trong việc đảm bảo nguồn cung xăng dầu, hạn chế phụ thuộc nhập khẩu.*

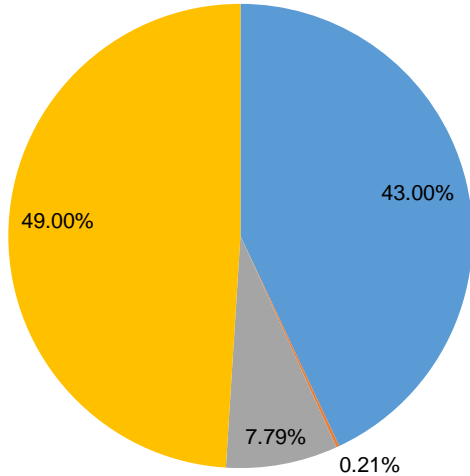
*Cùng với quá trình tái cơ cấu hoạt động của Tập đoàn Dầu khí, BSR được Chính phủ phê duyệt phương án cổ phần hóa, chuyển đổi sang hình thức công ty cổ phần. Trong tháng 1/2018, BSR sẽ thực hiện bán đấu giá cổ phần lần đầu ra công chúng.*

*Hoạt động sản xuất của công ty đang ngày càng ổn định và phát triển, hiệu quả kinh doanh được nâng cao. Chúng tôi đánh giá cơ hội đầu tư vào cổ phiếu của BSR trong đợt IPO lần này là hấp dẫn.*

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

- **Là đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam:** được thừa hưởng các điều kiện thuận lợi trong chiến lược phát triển chung của Tập đoàn về cơ sở vật chất, quản trị, nhân lực và mối quan hệ chặt chẽ với các đơn vị trong cùng Tập đoàn.
- **Là nhà máy lọc hóa dầu đầu tiên và duy nhất hiện đang hoạt động:** Nhà máy được xây dựng từ năm 2005 và đi vào hoạt động từ 2008. Từ 2011, nhà máy vận hành thương mại và đã cung cấp ra thị trường khoảng 40 triệu tấn sản phẩm xăng dầu, đáp ứng hơn 30% nhu cầu nhiên liệu trong nước hàng năm.
- **Công nghệ sản xuất hiện đại, thiết bị đồng bộ đạt tiêu chuẩn cao nhất của các nước Nhật, Mỹ, Pháp:** đảm bảo hoạt động ổn định và sử dụng được nhiều loại nguyên liệu phối trộn khác nhau, cho ra các sản phẩm có chất lượng cao, tỷ lệ sản lượng linh hoạt theo nhu cầu thị trường.
- **Nguồn nguyên liệu ổn định:** Sử dụng hoàn toàn nguồn nguyên liệu trong nước, trong đó phần lớn là từ mỏ Bạch Hổ. Công ty đã xây dựng được hệ thống các nhà cung cấp nguyên liệu uy tín, ổn định, đảm bảo cho hoạt động liên tục.
- **Hệ thống khách hàng lớn, ổn định:** Nhóm khách hàng lớn, bao gồm Petrolimex, PVoil, Saigon Petro, Thanh Lễ và Dầu khí Đồng Tháp chiếm gần 80% doanh thu hàng năm, Đây là những khách hàng ổn định, có quan hệ thương mại lâu dài với công ty.
- **Cơ cấu tài chính lành mạnh, dòng tiền ổn định:** Tài sản đang giảm dần, cùng với việc kiểm soát tốt phải thu, hàng tồn kho, trong khi tài sản dài hạn được khấu hao đều. Cơ cấu nguồn vốn mạnh với tỷ lệ nợ giảm dần trong khi vốn chủ sở hữu tăng lên. Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh luôn lớn trong các năm qua.

**Tỷ lệ sở hữu nhà nước và bán đấu giá dự kiến khí cổ phần hóa.**



- Nhà nước
- CBCNV
- Cổ phần đấu giá lần đầu
- Cổ đông chiến lược

- **Quy mô lớn và đang tiếp tục mở rộng:** Tổng công suất thiết kế hiện tại của nhà máy đạt 6,5 triệu tấn/năm và thường hoạt động vượt công suất các năm không có sửa chữa lớn. Dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu dự kiến tăng thêm 30% công suất lên 8.5 triệu tấn/năm, đồng thời, tăng khả năng chế biến dầu thô ngọt, chua đa dạng hơn, nâng chất lượng sản phẩm từ Euro II lên Euro V.
- **Hưởng lợi từ chính sách của nhà nước:** Bãi bỏ cơ chế thu điều tiết, giúp doanh nghiệp tự chủ về giá bán từ 1/1/2017 mang lại lợi thế cạnh tranh về giá. Ngoài ra doanh nghiệp còn được hưởng ưu đãi thuế cho đến năm 2040, với thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 10%.
- **Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu trong nước tiếp tục tăng cao:** Cùng với phát triển kinh tế, nhu cầu các sản phẩm xăng dầu trong nước tiếp tục tăng lên trong những năm tới, dự báo ở mức từ 5-6% đến 2025.

**THÔNG TIN VỀ ĐỢT IPO**

**Quy mô vốn Điều lệ:**

Chi tiêu	Giá trị (đồng)
Giá trị phần vốn của Nhà nước theo số liệu kế toán tại thời điểm XĐGTDN: 31.12.2015	31.004.996.159.995
Giá trị phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp để CPH	31.004.996.159.995
Tổng quy mô vốn điều lệ khi chuyển sang cổ phần	31.004.996.160.000

**Tỷ lệ sở hữu và chào bán:**

Công ty dự kiến sẽ tiến hành chào bán cổ phần lần đầu ra công chúng (IPO) và chào bán cổ phần cho CBCNV, với tổng khối lượng chào bán cổ phần chiếm 48% vốn điều lệ và chào bán cho cổ đông chiến lược dự kiến là 49%, giảm tỷ lệ phần vốn Nhà nước sở hữu xuống còn khoảng 47% vốn điều lệ

Cổ đông	Giá trị (đồng)	Số cổ phần	Tỷ lệ (%)
Nhà nước	13.332.148.350.000	1.333.214.835	43,00
CBCNV	63.400.000.000	6.340.000	0,21
Cổ phần bán đấu giá- IPO	2.415.569.690.000	241.556.969	7,79
Cổ phần chào bán cho NĐTCL	15.192.448.120.000	1.519.244.812	49,00
<b>Tổng cộng</b>	<b>31.004.996.160.000</b>	<b>3.100.499.616</b>	<b>100,00</b>

**Giá khởi điểm IPO: 14.600 đồng/cổ phần**

**Thời gian thực hiện IPO: trong tháng 1/2018**

**Thời gian bán cho cổ đông chiến lược: trong vòng 3 từ khi PA CPH được duyệt.**

## I. GIỚI THIỆU TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

### 1. Thông tin chung

- Tên doanh nghiệp: CÔNG TY TNHH – MTV LỘC HÓA DẦU BÌNH SƠN
- Tên giao dịch quốc tế: Binh Son Refining and Petrochemical Company Limited
- Tên viết tắt: BSR
- Địa chỉ: 208, Đại lộ Hùng Vương, Phường Trần Phú, Thành phố Quảng Ngãi, Tỉnh Quảng Ngãi
- Điện thoại: (84-255) 3825 825
- Website: [www.bsr.com.vn](http://www.bsr.com.vn)
- Giấy đăng ký kinh doanh: 3404000189 do Sở Kế hoạch và Đầu tư Tỉnh Quảng Ngãi cấp
- Vốn điều lệ (vốn góp chủ sở hữu) theo BCTC 9/2017: 29.730 tỷ đồng
- Vốn điều lệ dự kiến khi chuyển sang công ty cổ phần: 31.004 tỷ đồng

### 2. Lịch sử hình thành và phát triển

Dự án nhà máy lọc dầu Dung Quất chính thức được khởi công vào ngày 28/11/2005 tại Khu kinh tế Dung Quất, Huyện Bình Sơn, Tỉnh Quảng Ngãi với tổng mức đầu tư ban đầu là 2,5 tỉ USD, được phê duyệt điều chỉnh lên 3 tỷ USD vào năm 2009, có công suất chế biến 6,5 triệu tấn dầu thô/năm.

Đây là dự án trọng điểm quốc gia về dầu khí, có vai trò quan trọng trong việc phát triển kinh tế xã hội. Dự án đã góp phần giúp Việt Nam đảm bảo an ninh năng lượng, giảm bớt sự phụ thuộc nguồn cung xăng dầu từ nước ngoài. Để quản lý và vận hành NMLD Dung Quất, Công ty TNHH MTV-Lọc Hóa Dầu Bình Sơn (BSR) đã được thành lập.

*Giai đoạn thành lập và chạy thử từ năm 2008 - 2010:* BSR đã tiếp nhận 8,3 triệu tấn dầu thô, cung cấp ra thị trường 7,2 triệu tấn sản phẩm các loại.

*Giai đoạn hoàn thiện và vận hành:* Từ năm 2011— nay, tổng sản lượng trong giai đoạn 2011 - 2016 đạt khoảng 37 triệu tấn sản phẩm, doanh thu đạt 693 nghìn tỷ đồng, nộp Ngân sách Nhà nước trên 118 nghìn tỷ đồng

### 3. Ngành nghề kinh doanh chính

- Sản xuất, chế biến, kinh doanh, xuất nhập khẩu, tàng trữ, vận chuyển, phân phối dầu mỏ, các sản phẩm từ dầu mỏ, sản phẩm trung gian, nhiên liệu sinh học, hóa phẩm, phụ gia, xúc tác, nguyên nhiên vật liệu phục công nghiệp lọc – hóa dầu;
- Cung cấp các dịch vụ trong lĩnh vực sản xuất, chế biến, kinh doanh, xuất nhập khẩu, tàng trữ, vận chuyển, phân phối dầu mỏ, các sản phẩm từ dầu mỏ, sản phẩm trung gian, nhiên liệu sinh học, hóa phẩm, phụ gia, xúc tác, vật tư máy móc, nguyên liệu



vật liệu phục vụ công nghiệp lọc – hóa dầu.

- Sửa chữa, bảo dưỡng máy móc, thiết bị trong ngành lọc – hóa dầu;
- Dịch vụ hàng hải, cảng biển liên quan đến ngành lọc – hóa dầu;
- Đào tạo nguồn nhân lực, thuê và cung cấp chuyên gia về quản lý, vận hành, bảo dưỡng, sửa chữa trong công nghiệp lọc hóa dầu và cảng biển.

#### 4. Công ty con, công ty liên kết

	Vốn điều lệ	Tỷ lệ sở hữu	Lĩnh vực kinh doanh chủ yếu
<b>Công ty con</b>			
CTCP Nhà và Thương mại Dầu khí	175,22	96,53 %	Quản lý nhà ở và kinh doanh dịch vụ khu dân cư, khu đô thị
CTCP Nhiên liệu Sinh học Dầu khí miền Trung	1.120,4	65,86 %	Sản xuất, nhập khẩu các sản phẩm nhiên liệu sinh học
<b>Công ty Liên kết</b>			
CTCP Bảo dưỡng và Sửa chữa Công trình Dầu khí (PMS)	80,00	8,75 %	Cung cấp dịch vụ sửa chữa và bảo dưỡng máy móc thiết bị và công trình dầu khí
Công ty TNHH Kho ngầm Xăng dầu dầu khí Việt Nam	55,69	7,99 %	Đầu tư xây dựng và vận hành kho ngầm chứa xăng dầu

*Nguồn: Công bố thông tin của BSR*

## II. TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG NHỮNG NĂM QUA

### Các phân xưởng sản xuất

Tên phân xưởng	Công suất thiết kế hiện tại (Thùng/ngày)	Khả năng vận hành hiện tại (% Công suất)
CDU	148.000	110
NHT	23.500	117
CCR	21.100	100
Keosene Treater Unit	10.000	130
RFCC	69.700	100
LPG Treater Unit	21.000	115
RFCC Naphtha Treating	45.000	100
PRU	21.000	115
SRU (Tấn/ngày)	5	100
Iscomer	6.500	117
LCO HDT	29.000	100
SRU 2 (Tấn/ngày)	13	100
Polypropylene (Tấn/ngày)	450	107
SWS (Tấn/ngày)	1.944	100
ARU (Tấn/ngày)	39	100

### 1. Năng lực sản xuất

Nhà máy Lọc dầu Dung Quất có công suất chế biến 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, sản xuất ra các sản phẩm LPG, KO/Jet A-1, RON 92/RON 95, DO, FO, hạt nhựa PP, propylene, lưu huỳnh. Sản phẩm của Nhà máy đáp ứng khoảng 30% nhu cầu thị trường Việt Nam. Nhà máy chính gồm 15 phân xưởng công nghệ, 10 phân xưởng năng lượng phụ trợ. Các phân xưởng công nghệ chính của Nhà máy thuộc bản quyền của các Nhà công nghệ hàng đầu thế giới, cụ thể như: phân xưởng NHT/CCR/ISOM (UOP, Mỹ), phân xưởng RFCC/LCO-HDT (AXENS, Pháp), phân xưởng KTU/LTU/NTU/CTU (Merichem, Mỹ). Nhà máy được thiết kế chi tiết và xây dựng, chạy thử bởi Tổ hợp nhà thầu Technic Pháp, JGC-Nhật, và các nhà thầu phụ nước ngoài. Nhà máy được trang bị hệ thống điều khiển vận hành bởi hệ thống DCS, hệ thống bảo vệ an toàn công nghệ ESD (Emergency Shutdown)

Ngoài hệ thống phân xưởng, nhà máy còn có các hạng mục phụ trợ như (khu sản xuất điện, hơi, xử lý nước, khí nén, nitơ), khu bể chứa trung gian, sản phẩm, cảng biển tiếp nhận dầu thô đã được nâng cấp có khả năng tiếp nhận tàu 150.000 DWT. Công ty cũng

Phân xưởng mở rộng	Công suất thiết kế (Thùng/ngày)
NHT 2	28.000
VDU	55.000
SDA	14.900
DHDT	48.000
GHDT	38.000
Alkylation	12.400
SRU 2 (Tấn/ngày)	210
HGU (Nm3/ngày)	63.650
SWS 2 (Tấn/ngày)	77
ARU 2(Tấn/ngày)	220

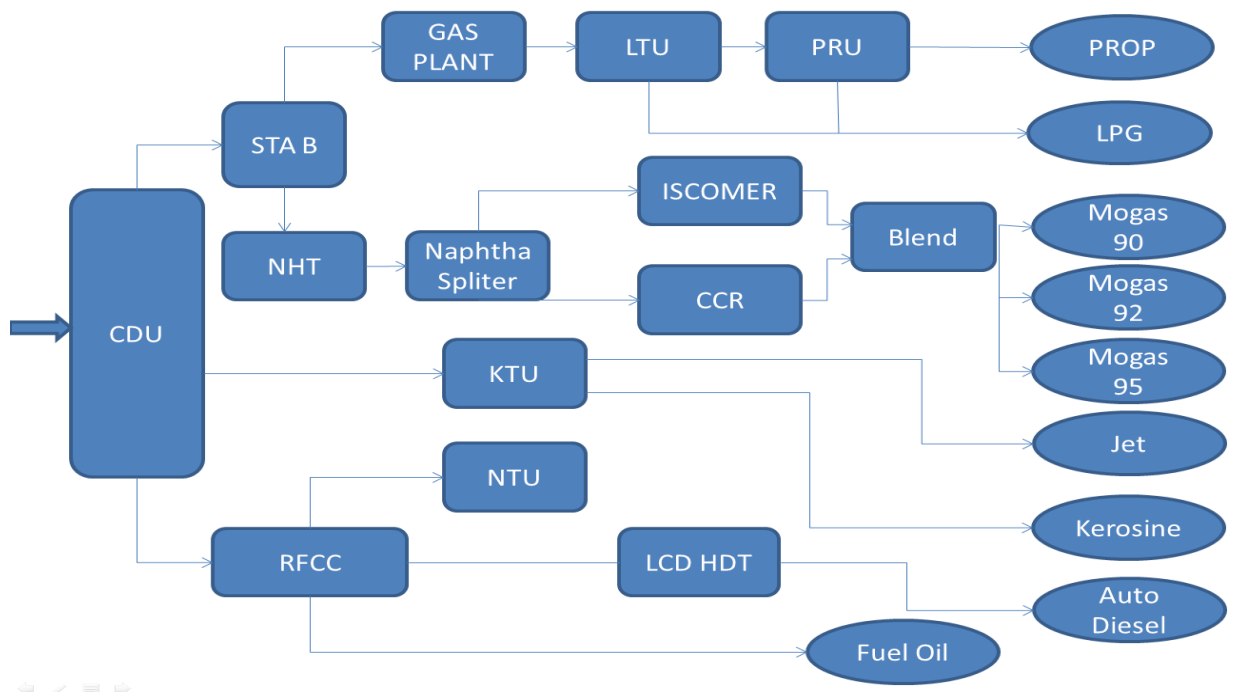
có hệ thống đèn chấn sóng và cảng xuất sản phẩm cho tàu có trọng tải 30.000 DWT.

Do hệ thống phân xưởng có giá trị lớn, đòi hỏi độ chính xác và an toàn cao nên toàn nhà máy có chu kỳ bảo dưỡng định kỳ 3 năm/lần ngoài việc bảo dưỡng thường xuyên. Nhà máy đã trải qua 3 lần sửa chữa lớn vào các năm 2011, 2014 và gần đây nhất là tháng 6/2017. Quá trình vận hành của nhà máy đòi hỏi tính thường xuyên liên tục nên các hạng mục cải hoán, nâng công suất không đòi hỏi đầu tư bổ sung các phân xưởng mới cũng sẽ được thực hiện trong đợt bảo dưỡng lớn.

Ngoài ra quá trình kiểm tra, sửa chữa thường xuyên được quản trị qua hệ thống tự động để quản trị vòng đời tài sản. Công ty luôn duy trì hệ thống cảnh báo tùy theo chu trình vận hành và vòng đời tài sản. Định kỳ hàng tuần/tháng/quý phần mềm quản lý bảo trì sẽ có yêu cầu nhân sự thực hiện đo đạc, kiểm tra để phát hiện nguy cơ hỏng hóc và đưa ra phương án xử lý kịp thời.

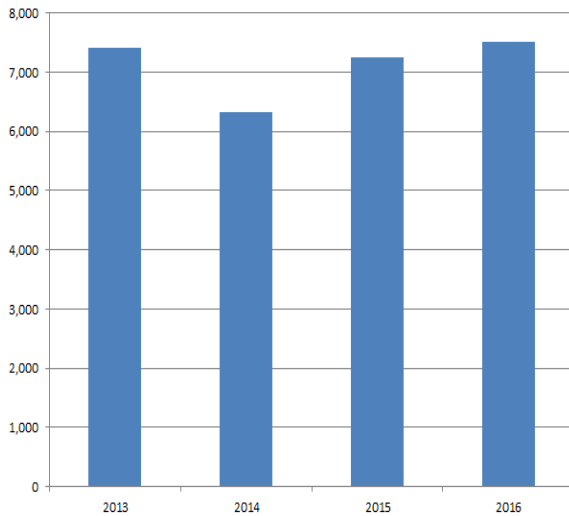
## 2. Quy trình sản xuất

Dầu thô nguyên liệu được tàu tải trọng khoảng 110.000 – 150.00 DWT vận chuyển đến cảng nhập dầu qua hệ thống SPM, bơm vào khu bể chứa dầu thô. Sau quá trình lắng xả nước, dầu thô được đưa vào phân xưởng chưng cất dầu thô CDU thực hiện quá trình phân tách vật lý thành các cấu tử phối trộn trực tiếp (như LGO, HGO), sản xuất diesel và các cấu tử trung gian (như khí, LPG, Naphta, cặn dầu thô Residue) được chế biến ở các công đoạn tiếp theo để tạo ra cấu tử/sản phẩm cuối cùng. Trong đó phân đoạn cặn dầu thô chiếm tỷ trọng lớn nhất (40 – 50% thể tích so với dầu nguyên liệu) sẽ được đưa vào chế biến ở phân xưởng RFCC nhằm chuyển hóa các phân đoạn nặng, ít giá trị thành các cấu tử/sản phẩm nhẹ, có giá trị cao hơn.



### 3. Nguồn nguyên liệu

#### Sản lượng dầu thô nguyên liệu sử dụng (Nghìn tấn)



Nguồn: Công ty TNHH MTV Lọc - Hóa dầu Bình Sơn

Hiện nay, BSR đang tiêu thụ dầu thô chủ yếu với tỷ lệ khoảng 90% từ mỏ Bạch Hổ và các mỏ dầu khác trong nước (chủ yếu là ngọt, nhẹ) và khoảng 10% còn lại đến từ các nguồn nhập khẩu. Hiện tại công ty đang đa dạng hóa nguồn dầu thô bằng các hoán cải nhỏ. Nhà máy có thể hoạt động đảm bảo ổn định ở mức 70:30 (70% là dầu Bạch Hổ và tương tự). Dầu thô trong nước là các loại dầu ngọt, nhẹ (API cao, hàm lượng lưu huỳnh dưới 0.5%), tức là dầu có chất lượng tốt, do vậy, tạo ra cơ cấu sản phẩm đầu ra có sản lượng sản phẩm nhẹ lớn hơn, mang lại giá trị gia tăng cao hơn.

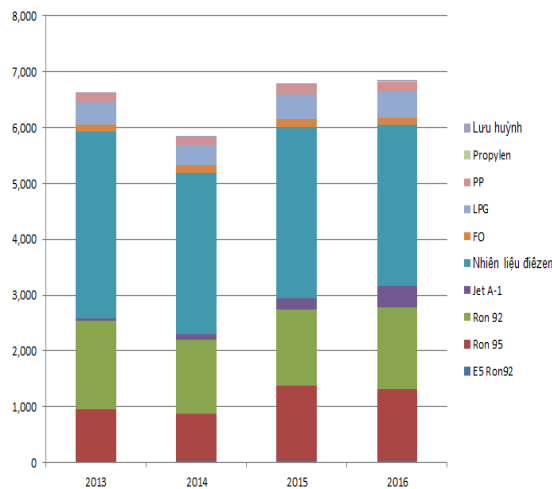
PVOil hiện là đơn vị duy nhất đại diện cung cấp dầu thô cho Công ty, bao gồm cả nhận ủy thác nhập khẩu dầu thô nước ngoài. Giá dầu thô được xây dựng trên cơ sở giá dầu thô Dated Brent của hãng tin Platts. Các hợp đồng cung cấp có thời hạn 6 tháng đến 1 năm với thời hạn thanh toán khoảng 30 ngày.

Chỉ tiêu	Đơn vị	2013	2014	2015	2016	9T.2017
Sản lượng dầu thô sử dụng	nghìn tấn	7,409.1	6,321.2	7,252.9	7,522.3	4,866.7

Nguồn: Công bố thông tin của BSR

### 4. Sản phẩm

#### Sản lượng sản xuất (Nghìn tấn)



Nguồn: Công ty TNHH MTV Lọc - Hóa dầu Bình Sơn

Hiện tại sản phẩm RON92, DO của Công ty đạt mức 2 theo quy định tại QCVN 1:2015/BKHCN, còn sản phẩm RON95 đạt mức 3 theo quy định tại QCVN 1:2015/BKHCN. Các sản phẩm khác như Jet A1, FO, LPG, lưu huỳnh, PP và Propylen đều được kiểm soát chất lượng đầu ra theo các quy định hiện hành của Nhà nước và Tiêu chuẩn cơ sở của công ty.

Bình quân giai đoạn 2013–2016, nhà máy lọc dầu cung cấp cho thị trường khoảng 6,512 triệu tấn sản phẩm. Trong đó xăng RON 92, RON 95 và dầu DO chiếm tỷ trọng lớn nhất, tỷ trọng của các sản phẩm trên chiếm lần lượt khoảng 17%, 22% và 46%. Các sản phẩm còn lại chủ yếu gồm LPG, hạt nhựa PP, nhiên liệu Jet-A1 và dầu FO. Đáng chú ý sản lượng Jet-A1 có xu hướng tăng nhanh qua các năm do khả năng chế biến của nhà máy đáp ứng được yêu cầu của thị trường nội địa trong khi nhu cầu lại tăng cao.

Trong khi đó, Sản lượng của các sản phẩm LPG, dầu FO duy trì ổn định do nhu cầu tiêu thụ và hiệu quả kinh tế không cao.

Hạt nhựa PP là sản phẩm hóa dầu có giá trị cao, đây là sản phẩm mang lại biên lợi nhuận gộp lớn nhất. Sản lượng sản xuất hàng năm trung bình đạt khoảng 155 nghìn tấn. Xăng E5 Ron92 mới bắt đầu được sản xuất trong năm 2014 tuy nhiên sản lượng vẫn còn ở mức thấp.

Propylen là sản phẩm trung gian cho quá trình sản xuất cho hạt nhựa PP và Lưu huỳnh chỉ là sản phẩm phụ thu nên không đóng góp đáng kể trong cơ cấu sản lượng.

Tổng sản lượng sản xuất có xu hướng tăng khoảng hơn 1%/năm. Riêng trong năm 2014 sản lượng giảm gần 12% do nhà máy bảo dưỡng tổng thể phải ngưng hoạt động gần

Hiện nay công suất vận hành của các phân xưởng hầu hết đã vượt công suất thiết kế nên khả năng tổng sản lượng sản phẩm cung cấp ra thị trường sẽ không tăng mạnh cho tới khi dự án nâng cấp mở rộng được hoàn thành. Các sản phẩm RON92, RON95 và

dầu DO sẽ vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu sản lượng tuy nhiên cơ cấu sản phẩm sẽ dần nghiêng về các sản phẩm có biến lợi nhuận cao như PP, Jet A1.

#### Sản lượng sản phẩm sản xuất

Sản phẩm	Đơn vị	2013	2014	2015	2016	6T/2017
E5 Ron92	Nghìn tấn		25	33	27	15
Ron 95	Nghìn tấn	963	847	1,341	1,295	506
Ron 92	Nghìn tấn	1,580	1,336	1,373	1,454	716
Jet A-1	Nghìn tấn	28	97	196	377	176
Nhiên liệu điêzen	Nghìn tấn	3,360	2,892	3,068	2,892	1,228
FO	Nghìn tấn	112	139	138	121	69
LPG	Nghìn tấn	409	357	448	490	222
PP	Nghìn tấn	157	136	169	166	70
Propylen	Nghìn tấn	9	6		3	
Lưu huỳnh	Nghìn tấn	1	1	2	2	1
<b>Tổng</b>	<b>Nghìn tấn</b>	<b>6,619</b>	<b>5,836</b>	<b>6,766</b>	<b>6,827</b>	<b>3,003</b>

Nguồn: Công bố thông tin của BSR

#### 5. Chính sách bán hàng và phân phối

##### Sản Phẩm Xăng Dầu

Mô hình phân phối của Công ty tương đối linh hoạt, theo quyết định số 2411/QĐ-BCT của Bộ Công Thương, khách hàng mua xăng dầu của Công ty là các công ty đầu mối có giấy phép nhập khẩu và kinh doanh xăng dầu. Công ty thực hiện bán trực tiếp cho các đầu mối.

Công ty thực hiện bán hàng theo hai phương thức với hai hợp đồng tương ứng là hợp đồng Spot và hợp đồng Term. Trong năm 2017, số lượng khách hàng ký kết hợp đồng dài hạn cung cấp sản phẩm đạt 13, trong khi số lượng khách hàng mua hàng từ NMLD Dung Quất bằng cách chào bán spot xăng dầu đạt 24/29 đầu mối trong cả nước.

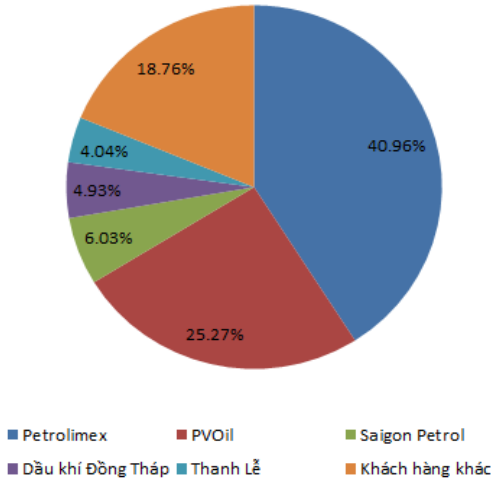
Nhóm khách hàng lớn (Petrolimex, PV Oil, Saigon Petro, Thanh Lễ, Dầu khí Đồng Tháp, ...) là những đơn vị tiêu thụ lớn nhất, đóng góp trên 80% tổng doanh thu xăng dầu trong khi nhóm khách hàng nhỏ (MIPECO, Skypec, Nhiên liệu bay Petrolimex, Hải Hà...) chiếm phần còn lại. Petrolimex cũng đã ký kết thỏa thuận hợp tác dài hạn với BSR, trong đó thể hiện mong muốn trở thành cổ đông chiến lược của BSR và cam kết sử dụng, tiêu thụ tối đa các sản phẩm của BSR. PVoil, đơn vị đứng thứ hai thị trường phân phối sản phẩm xăng dầu với 20% thị phần hiện là đơn vị trong cùng tập đoàn với BSR. Do vậy, sản phẩm đầu ra của BSR sẽ luôn tiếp tục được tiêu thụ hết trong thời gian tới.

##### Sản Phẩm LPG, PP

Công ty thực hiện tiêu thụ LPG và PP theo hợp đồng dài hạn theo hình thức đấu giá bán sản phẩm theo kỳ hạn 6 tháng hoặc 1 năm hoặc hình thức bao tiêu sản phẩm. Riêng đối với khách hàng tiêu thụ LPG phải là các đơn vị kinh doanh đáp ứng đủ các điều kiện theo quy định pháp lý hiện hành về kinh doanh LPG. Khối lượng bao tiêu thường chiếm



### Cơ cấu khách hàng tiêu thụ xăng dầu năm 2016 (%)



khoảng 50% tổng sản lượng sản xuất hàng năm và khối lượng còn lại được tổ chức đấu giá tiêu thụ.

### Sản Phẩm FO, Propylene

Công ty sẽ tiến hành xuất khẩu mặt hàng trên theo hình thức hợp đồng Term và Spot đối với FO, đối với mặt hàng Propylen sẽ áp dụng hình thức hợp đồng Spot.

### Sản lượng sản phẩm tiêu thụ:

Sản phẩm	Đơn vị	2013	2014	2015	2016
E5 Ron92	Nghìn tấn		24.63	32.62	27.18
Ron 95	Nghìn tấn	958.61	843.25	1,342.51	1,298.89
Ron 92	Nghìn tấn	1,555.06	1,359.63	1,368.29	1,455.61
Jet A-1	Nghìn tấn	30.69	95.84	194.12	375.23
Nhiên liệu điêzen	Nghìn tấn	3,372.64	2,901.21	3,078.40	2,891.67
FO	Nghìn tấn	109.76	141.16	134.24	121.81
LPG	Nghìn tấn	405.59	359.08	445.67	493.32
PP	Nghìn tấn	156.88	135.86	168.74	166.19
Propylen	Nghìn tấn	8.90	5.89		2.96
Lưu huỳnh	Nghìn tấn	1.13	0.95	1.49	1.88
<b>Tổng</b>	<b>Nghìn tấn</b>	<b>6,599.27</b>	<b>5,867.51</b>	<b>6,766.07</b>	<b>6,384.76</b>

Nguồn: Công bố thông tin của BSR

### III. TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN NGÀNH HÓA DẦU VÀ CỦA BSR

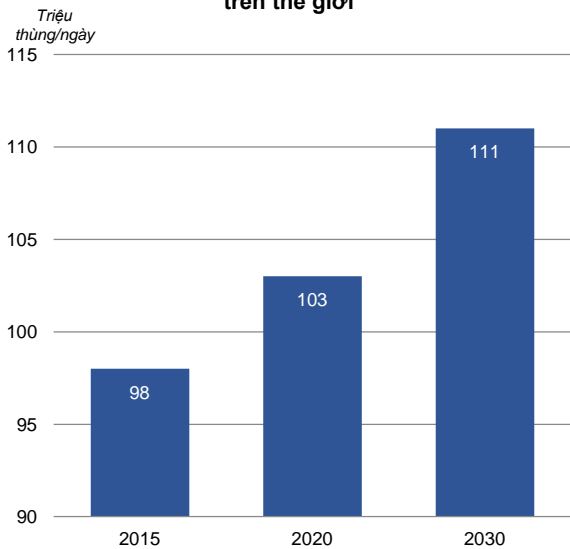
#### Tình hình ngành lọc hoá dầu thế giới

Ngành lọc hoá dầu là một trong những ngành trung nguồn quan trọng bậc nhất trong ngành dầu khí bên cạnh vận tải và xử lý khí thiên nhiên. Nguyên liệu chính được sử dụng trong lọc hoá dầu là dầu thô và khí đồng hành và sản phẩm chính của quá trình lọc hoá dầu là xăng các loại, dầu các loại, khí thiên nhiên hoá lỏng (LPG), PolyPropylene, Propylene và các sản phẩm phụ khác. Do đó, sự biến động của giá dầu không gây tác động lớn tới hoạt động kinh doanh của nhà máy lọc dầu.

Theo các tổ chức lớn về năng lượng như EIA, OPEC hay các tổ chức phân tích lớn như Wood MacKenzie, McKensy&Co thì công suất các nhà máy lọc dầu thế giới vẫn sẽ tiếp tục tăng, đạt khoảng từ 103 triệu thùng/ngày vào năm 2020 và 111 triệu thùng/ngày vào năm 2030.

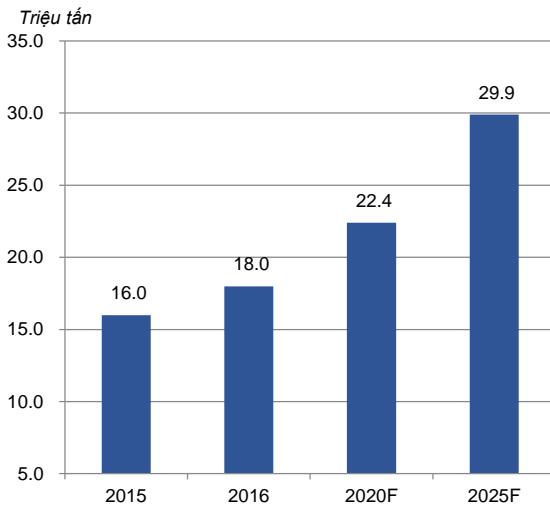
Ngành lọc dầu đang có xu hướng chuyển dịch từ Tây sang Đông khi công suất tăng nhanh ở thị trường Châu Á đặc biệt là tại Trung Quốc. Tổng công suất các nhà máy lọc dầu tại Châu Á tại năm 2015 đạt 29,5 triệu thùng/ngày và dự kiến sẽ tăng lên 32,3 triệu thùng vào năm 2020, tương ứng với tốc độ tăng 1,9%/năm cao hơn mức dự báo toàn ngành là 1,8%/năm. Đây là hệ quả từ việc nhu cầu dầu mỏ của Châu Á đang tăng trưởng nhanh chóng trong những năm trở lại đây và trong 6 tháng đầu năm 2017, nhu cầu dầu mỏ của Trung Quốc đã vượt qua Hoa Kỳ với tổng sản lượng nhập khẩu đạt 8,5 triệu thùng/ngày (cao hơn mức 8,1 triệu thùng/ngày) của Hoa Kỳ. Ngoài Trung Quốc, Ấn Độ đang nổi lên với một thị trường dầu mỏ tăng trưởng nhanh chóng khiến nhu cầu các sản phẩm từ lọc dầu đáp ứng nhu cầu nội địa cũng tăng mạnh. Ngoài ra, các nước khác

#### Tổng công suất các nhà máy lọc dầu trên thế giới

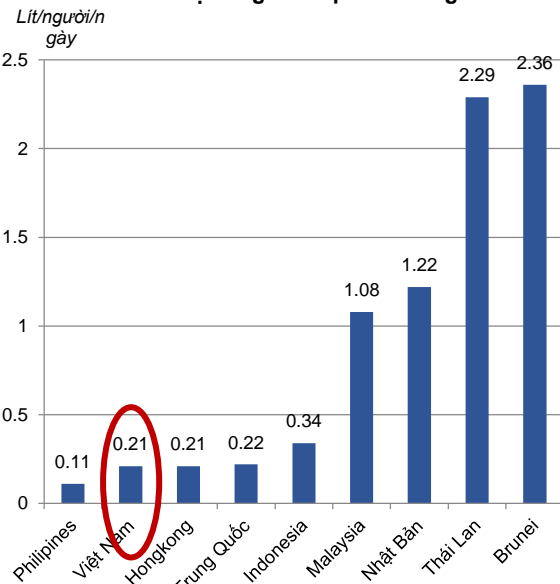


Nguồn: EIA, PSI tổng hợp

### Dự báo tiêu thụ xăng dầu ở Việt Nam



### Mức tiêu thụ xăng bình quân đầu người



thuộc Châu Á cũng đang tăng cường đầu tư vào các nhà máy lọc dầu như Indonesia với kế hoạch xây nhà máy tại Java, Kuwait xây dựng nhà máy có công suất 600 nghìn thùng/ngày, Ả rập Xê út với các dự án nâng cấp nhà máy lọc dầu và xây mới nhà máy tại Yanbu với khoảng vốn đầu tư lên tới 11,3 tỷ USD. Theo chiều ngược lại, các nước phương Tây nổi bật là Hoa Kỳ không có dự án lọc dầu mới nào nổi bật khi Hoa Kỳ chỉ xây 1 nhà máy mới tại Arizona với công suất 150 nghìn thùng/ngày.

Nguyên nhân của tình trạng này đến từ việc dư cung sản phẩm lọc hoá dầu toàn cầu đặc biệt tại các nước phương Tây khi OPEC dự báo, toàn cầu sẽ dư cung 2,5 triệu thùng/ngày năm 2020. Tuy nhiên với các nước Châu Á thì nguồn cung các sản phẩm lọc hoá dầu vẫn đang thiếu hụt, đặc biệt là với các sản phẩm chưng cất như xăng Jet A1 hoặc dầu Diesel DO.

### Ngành lọc dầu Việt Nam

Hiện tại, Việt Nam vẫn đang thiếu cung sản phẩm lọc hoá dầu và phải đi nhập khẩu do trong nước chỉ có 1 nhà máy lọc hoá dầu duy nhất đang hoạt động là Nhà máy lọc hoá dầu Bình Sơn (Quảng Ngãi). Tuy nhiên tình trạng này sẽ sớm được khắc phục khi dự án Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (Thanh Hoá) đi vào hoạt động chính thức vào năm 2018 sau quá trình chạy thử nghiệm từ năm 2017 và có khả năng xuất hiện tình trạng dư cung khi các dự án lọc hoá dầu khác đi vào hoạt động như NMLD Long Sơn (Bà Rịa – Vũng Tàu), NMLD Vũng Rô (Phú Yên) hay NMLD Nam Vân Phong (Khánh Hoà).

Theo Wood MacKenzie, nhu cầu các sản phẩm lọc hoá dầu của Việt Nam là 460 nghìn thùng/ngày với tốc độ tăng trưởng kép (CARP) là 6%/năm. Trong đó xăng là mặt hàng có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất lên tới 124 nghìn thùng/ngày (CARP: 8%/năm) và dầu Diesel DO là sản phẩm chiếm tỷ trọng cao nhất với 181 nghìn thùng/ngày (CARP: 5%/năm). Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm lọc dầu được dự báo sẽ tăng 4,4 – 4,6%/năm từ nay cho tới năm 2035.

Nguyên nhân khiến nhu cầu tiêu thụ sản phẩm lọc hoá dầu của Việt Nam tăng nhanh đến mức tiêu thụ xăng dầu trung bình của Việt Nam còn thấp chỉ đạt 0,21 lít/người/ngày so với mức 1,08 lít/người/ngày của Malaysia và 0,34 lít/người/ngày của Indonesia và việc ngành vận tải, ngành tiêu thụ lượng sản phẩm xăng dầu lớn được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng nhanh với tốc độ trung bình khoảng 5,5%/năm.

NMLD Bình Sơn (Quảng Ngãi) hiện là nhà máy lọc dầu duy nhất đang hoạt động tại Việt Nam. BSR được khởi công vào vào năm 2005 với tổng mức đầu tư 2,5 tỷ USD, công suất 6,5 triệu tấn/năm và đáp ứng được nhu cầu của 30% thị trường sản phẩm lọc hoá dầu trong nước. Năm 2016, BSR đã tiêu thụ 7,5 triệu tấn dầu thô và sản xuất được 6,8 triệu tấn sản phẩm lọc hoá dầu các loại bao gồm: 2,9 triệu tấn dầu Diesel DO, 1,4 triệu tấn xăng Ron 92, 1,2 triệu tấn xăng Ron 95 và các sản phẩm khác.

NMLD Nghi Sơn (Thanh Hoá) là nhà máy đang trong quá trình chạy thử nghiệm và dự kiến sẽ chính thức cung cấp sản phẩm cho thị trường vào năm 2018. NMLD Nghi Sơn có tổng mức đầu tư 9 tỷ USD với công suất 10 triệu tấn dầu/năm. Dự án được khởi công từ 2013 với sự góp vốn từ Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), Công ty Dầu Kuwait và Công ty Idemitsu Kosan (Nhật Bản) với nguồn dầu mỏ được cung cấp từ Kuwait.

Ngoài ra, còn có một số dự án đang triển khai xây dựng hoặc chuẩn bị khởi công như NMLD Long Sơn (Bà Rịa – Vũng Tàu) với vốn đầu tư 5,4 tỷ USD, công suất thiết kế 10 triệu tấn dầu thô/năm do PVN, Siam Thái Lan và Qatar Petroleum International đầu tư; NMLD Vũng Rô (Phú Yên) có vốn đầu tư 3,2 tỷ USD, công suất thiết kế 8 triệu tấn dầu mỏ/năm do Công ty TNHH Dầu khí Vũng Rô làm chủ đầu tư; NMLD Nam Vân Phong có vốn đầu tư 8 tỷ USD, công suất thiết kế 10 triệu tấn dầu/năm do Petrolimex làm chủ đầu tư. Tuy nhiên, các dự án này đều đang bị chậm tiến độ so với dự kiến.

### **Nhà máy lọc dầu Bình Sơn**

Nhà máy lọc dầu Bình Sơn (Dung Quất) là nhà máy lọc dầu đầu tiên và duy nhất đang hoạt động hiện nay của Việt Nam, đang thực hiện việc cung hơn 30% sản phẩm lọc hoá dầu cho thị trường trong nước. Với vị thế là nhà máy lọc dầu duy nhất của Việt Nam cũng như là một thành viên quan trọng của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) khi đảm nhiệm một trong những khâu quan trọng trong quá trình kinh doanh của PVN, BSR được sự ủng hộ rất lớn từ PVN và các đơn vị thành viên, đặc biệt là về nguồn nguyên liệu dầu thô.

### **Triển vọng kinh doanh của BSR là rất khả quan.**

BSR có lợi thế lớn là nhà máy đầu tiên đi vào hoạt động, công nghệ, máy móc thiết bị đồng bộ và đặc biệt kinh nghiệm tích lũy trong quá trình quản lý vận hành những năm qua, là tiền đề để công ty phát triển ổn định trong những năm tới.

Công ty cũng đã xây dựng được một hệ thống các nhà cung cấp nguyên liệu ổn định, đảm bảo cho nhu cầu hoạt động. Công tác kinh doanh thương mại cũng xây dựng được tập khách hàng lớn và có mối quan hệ chặt chẽ như PVOil, Petrolimex, Thanh Lễ, Saigon Petro...

Thị trường các sản phẩm lọc hoá dầu Việt Nam có tiềm năng phát triển tốt trong các năm tới khi nhu cầu về phát triển vận tải phục vụ cho nền kinh tế cũng như nhu cầu các sản phẩm chất đốt được dự báo sẽ tiếp tục tăng mạnh trong các năm tiếp theo.

Triển vọng từ dự án nâng cấp mở rộng khi dự án này sẽ giúp nâng công suất của BSR lên 8,5 triệu thùng/năm, tương đương tăng 30% so với hiện tại. Cùng với đó dự án này sẽ giúp sản phẩm của BSR đáp ứng tiêu chuẩn EURO V so với hiện tại là EURO III. Dự án NCMR bao gồm các hạng mục công việc chính là bổ sung một số phân xưởng công nghệ mới và nâng cấp các công xưởng hiện tại để đạt sản lượng 8,5 triệu tấn. Bên cạnh đó, trong dự án, BSR sẽ tiến hành bổ sung 1 phao rót dầu không bến (SPM) cho phép tàu tải trọng tới 300 nghìn DWT cập bến, nâng cấp 2 bến xa bờ cho phép xuất tàu tới 50 nghìn DWT và các bến gần bờ cho phép xuất tàu có tải trọng tới 30 nghìn DWT, bổ sung thêm các bể chứa dầu thô, bể chứa trung gian và sản phẩm.

### **Dự án nâng cấp và mở rộng nhà máy**

Sau khi hoàn thành dự án nâng cấp, mở rộng công suất chế biến được nâng lên 8,5 triệu tấn dầu thô/năm

Bên cạnh đó, trong dự án, BSR sẽ tiến hành bổ sung 1 phao rót dầu không bến (SPM)

cho phép tàu tải trọng tới 300 nghìn DWT cập bến, nâng cấp 2 bến xa bờ cho phép xuất tàu tới 50 nghìn DWT và các bến gần bờ cho phép xuất tàu có tải trọng tới 30 nghìn DWT, bổ sung thêm các bể chứa dầu thô, bể chứa trung gian và sản phẩm.

Theo quyết định số 49/2011/QĐ-TTg về quy định lộ trình áp dụng tiêu chuẩn khí thải tại Việt Nam, Theo đó các xe ô tô sản xuất, lắp ráp và nhập khẩu mới phải áp dụng tiêu chuẩn khí thải mức 5 từ năm 2022. các sản phẩm xăng, dầu sản xuất ra cũng cần đáp ứng tiêu chuẩn này để phù hợp lộ trình chính phủ. Dự kiến sau khi hoàn thành dự án nâng cấp mở rộng trong năm 2021, sản phẩm mới sẽ đáp ứng tiêu chuẩn sản phẩm mức Euro 5.

Đa dạng hóa nguồn nguyên liệu đầu vào: Nguồn nguyên liệu có thể là dầu thô có API và độ chua trung bình. Naphtha, Residue, Khí, Propylene để chế biến các sản phẩm lọc hóa dầu. Nguồn nguyên liệu dầu thô Bạch Hổ có thể được thay thế bằng dầu ESPO và dầu Murban để tăng hiệu quả kinh tế.

#### Các chính sách ưu đãi:

##### Thuế thu nhập doanh nghiệp

Theo quyết định số 952/QĐ-TTg năm 2012, Doanh nghiệp được áp dụng thuế suất 10% trong thời gian 30 năm, được miễn thuế 4 năm và giảm 50% số thuế phải nộp trong thời gian 9 năm tiếp theo từ năm đầu tiên Công ty có thu nhập chịu thuế. Như vậy, BSR sẽ tiếp tục được hưởng thuế suất thu nhập doanh nghiệp là 5% đến năm 2022 và thuế suất 10% đến năm 2040.

##### Thuế Nhập khẩu Sản phẩm Lọc—Hóa Dầu: Bãi bỏ cơ chế điều tiết, tự chủ về giá bán từ ngày 01/01/2017 giúp nâng lợi thế cạnh tranh về giá

Từ năm 2012 đến tháng 9/2016, Doanh nghiệp được hưởng cơ chế ưu đãi theo quy định tại Quyết định 952/QĐ-TTg/2012. Theo đó, Doanh nghiệp được giữ lại 7% Thuế Nhập Khẩu với sản phẩm xăng dầu, 5% đối với LPG và 3% với sản phẩm hóa dầu. Phân chênh lệch giữa thuế nhập khẩu và mức ưu đãi này là khoản thu điều tiết nộp lại Ngân sách Nhà nước.

Từ ngày 01/01/2017, cơ chế thu điều tiết sẽ được bãi bỏ hoàn toàn. Như vậy, Doanh nghiệp sẽ được tự chủ quyết định giá bán sản phẩm của mình, không phải nộp các khoản thu điều tiết về cho Ngân sách Nhà Nước

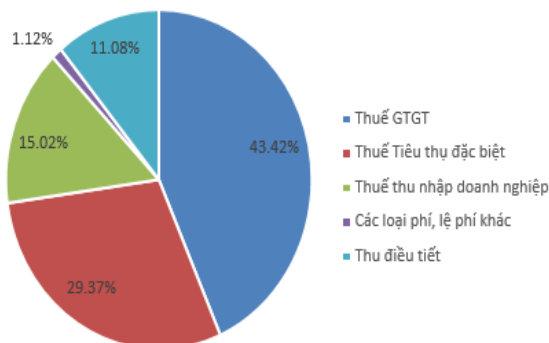
##### Thuế Nhà Đất

Theo Nghị định số 142/2005/NĐ-CP ngày 14/11/2005 và Thông tư số 153/2011/TT-BTC, Doanh nghiệp được miễn tiền thuê đất đối với mặt bằng nhà máy và phân xưởng tại Khu kinh tế Dung Quất và miễn tiền thuế sử dụng đất phi nông nghiệp đối với đất trong khu kinh tế Dung Quất

#### Biểu Thuế Suất Nhập khẩu ưu đãi

Sản phẩm	Thuế suất
Xăng các loại	20%
Nhiên liệu Điezen	7%
Jet A1/KO	
FO	7%
LPG	5%
Hạt nhựa PP	3%

#### Cơ cấu nộp thuế 2016



## IV. KẾT QUẢ KINH DOANH

### Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2017

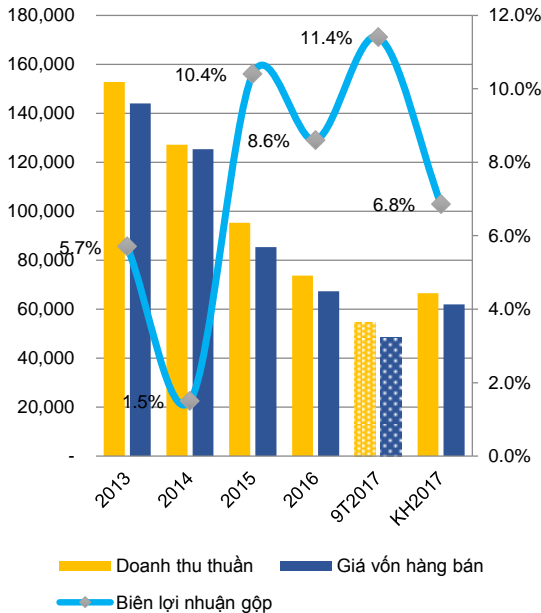
Doanh thu thuần 9 tháng năm 2017 của BSR đạt 54.489 tỷ đồng, tăng nhẹ 5,5% so với cùng kỳ năm trước, tuy nhiên lợi nhuận gộp lại tăng rất mạnh 353% lên 6.210 tỷ đồng, tương đương với 98,1% lợi nhuận gộp cả năm 2016.

Nguyên nhân của lợi nhuận gộp tăng mạnh đến từ việc giá vốn hàng bán của BSR giảm do Chính phủ bỏ cơ chế thu điều tiết với sản phẩm của Công ty kể từ đầu năm 2017. Đây cũng là tín hiệu tích cực cho hoạt động kinh doanh của BSR từ năm 2017 trở về sau khi giá bán hàng của Công ty không phải chịu phí điều tiết giúp BSR chủ động và linh hoạt trong cơ chế giá bán nâng cao năng lực cạnh tranh.

Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh đã có mức tăng ấn tượng tới gần 6 lần khi đạt 5.712 tỷ đồng so với mức 836 tỷ đồng cùng kỳ năm 2016. Lợi nhuận trước thuế đạt 5.723 tỷ đồng tăng 379%YoY và lợi nhuận sau thuế của công ty Mẹ đạt 6.460 tỷ đồng tăng 374%.

BSR đang thực hiện cắt giảm chi phí hiệu quả cũng đem đến mức lợi nhuận ấn tượng trong năm 2017 khi chi phí tài chính giảm 26,8% so với cùng kỳ năm trước và chi phí bán hàng giảm 10,4% so với cùng kỳ.

### Doanh thu và Giá vốn hàng bán (Tỷ đồng)



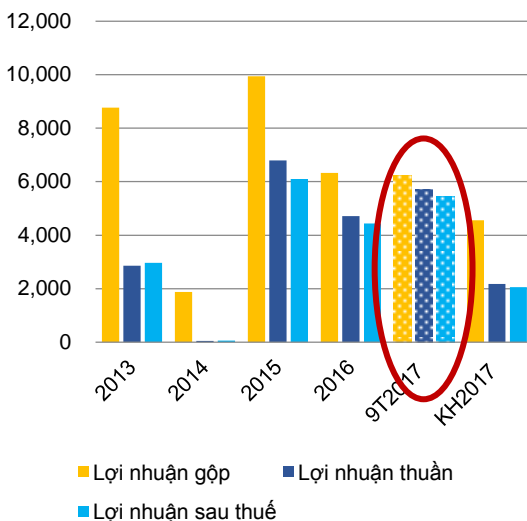
### Kết quả kinh doanh giai đoạn 2013 – 9T/2017

Do chịu sự tác động của sự sụt giảm giá dầu khiến doanh thu của BSR liên tục sụt giảm từ năm 2013 trở lại đây nhưng đã có dấu hiệu khởi sắc trong năm 2017.

Năm 2014 là năm BSR chịu ảnh hưởng lớn nhất từ sự sụt giảm giá dầu khi giá vốn của BSR tăng cao khiến lợi nhuận gộp chỉ còn đạt tỷ lệ 1,5% doanh thu dẫn tới lợi nhuận thuần, lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế đều giảm tới 98% so với năm trước. Năm 2015 lại là một năm hoạt động hiệu quả của BSR khi biên lợi nhuận gộp tăng lên 10,4% và đạt 9.942 tỷ đồng, cao nhất trong các năm qua. Nguyên nhân của kết quả kinh doanh ấn tượng năm 2015 dù doanh thu vẫn tiếp tục sụt giảm mạnh đến từ hoạt động tích trữ nguyên liệu năm 2014 dẫn tới giá vốn hàng bán của BSR đã giảm mạnh trong năm 2015 từ 107.414 tỷ đồng xuống chỉ còn 73.395 tỷ đồng trong khi mức giá bán có xu hướng tăng nhẹ trở lại theo sự hồi phục của giá dầu.

Trong 9 tháng năm 2017, kết quả kinh doanh của BSR khá ấn tượng đặc biệt là biên lợi nhuận đạt mức cao 11,4%, cao nhất từ năm 2013 tới nay và doanh thu đã tăng trưởng trở lại.

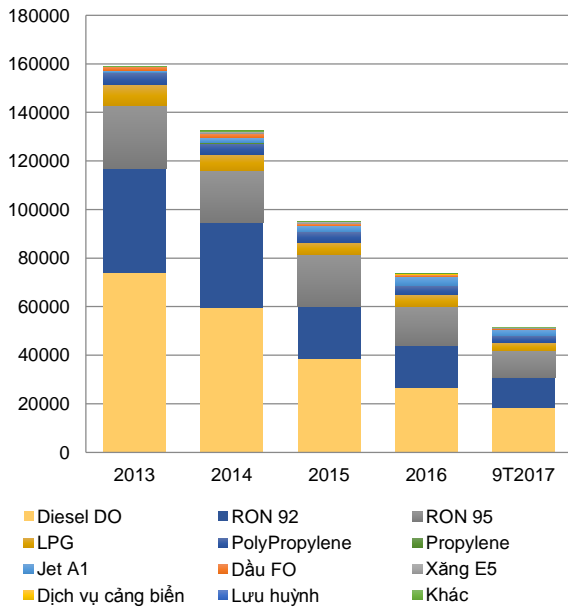
### Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh



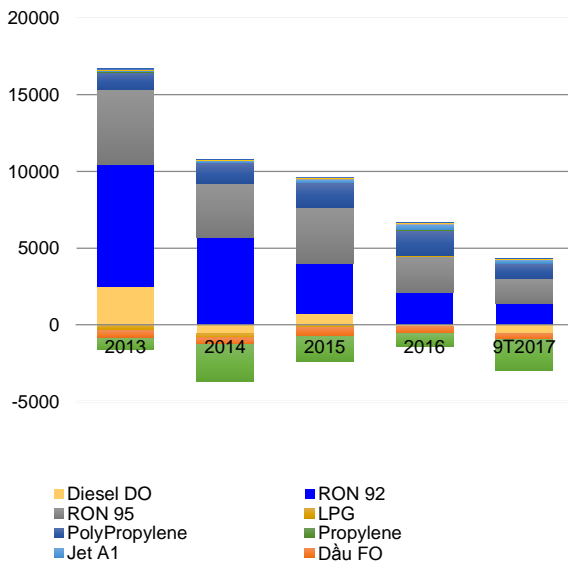
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	9T2017
Doanh thu thuần	152.834	127.224	95.272	73.686	54.489
Tăng trưởng	-	-16,8%	-25,1%	-22,7%	-
Lợi nhuận gộp	8.770	1.877	9.942	6.333	6.210
% DTT	5,7%	1,5%	10,4%	8,6%	11,4%
Lợi nhuận thuần	2.861	56	6.795	4.714	5.712
Tăng trưởng	-	-98%	12009%	-30,6%	-
% DTT	1,9%	0,04%	7,1%	6,4%	10,5%
Lợi nhuận trước thuế	2.971	63	6.423	4.703	5.723
% DTT	1,9%	0,1%	6,7%	6,4%	10,5%
Lợi nhuận sau thuế	2.697	60	6.098	4.435	5.430
Tăng trưởng	-	-98%	9976%	-27,3	-
% DTT	1,9%	0,05%	6,4%	6,0%	10%

Đơn vị: Tỷ đồng  
 Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của BSR

### Cơ cấu doanh thu (Tỷ đồng)



### Lợi nhuận gộp các sản phẩm



### Chi tiết cơ cấu doanh thu

Doanh thu của BSR được đóng góp nhiều nhất từ 3 sản phẩm chính là Dầu Diesel DO, xăng Ron 92 và xăng Ron 95. Sản phẩm xăng máy bay Jet A1 khi sản phẩm này đều đặt tăng trưởng qua các năm với tốc độ trung bình hơn 60%/năm và đang dần chiếm tỷ trọng lớn hơn. Trong 9 tháng năm 2017, các sản phẩm của BSR đều có mức tăng trưởng so với cùng kỳ trừ xăng Ron 95 và PolyPropylene (hạt PP) giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước.

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	9T2017
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>159.089</b>	<b>132.414</b>	<b>95.228</b>	<b>73.687</b>	<b>54.482</b>
Dầu Diesel	74.207	59.559	38.657	26.779	19.535
Xăng Ron 92	42.574	35.	21.411	17.479	13.746
Xăng Ron 95	26.272	21.497	21.649	16.060	10.755
LPG	8.314	6.763	4.932	4.601	3.824
Polypropylene	5.013	4.549	4.188	3.701	2.430
Propylene	223	150	-	37	-
Xăng Jet A1	690	1.971	2.502	3.857	3.019
Dầu DO	1.586	1.932	996	605	694
Xăng sinh học E5	0	789	652	331	339
Dịch vụ cảng biển	103	95	121	127	81
Lưu huỳnh	1	2	2	0	0
Khác	106	57	118	110	59
<b>Tỷ lệ lợi nhuận gộp</b>	<b>5,7%</b>	<b>1,5%</b>	<b>10,4%</b>	<b>8,6%</b>	<b>11,4%</b>
Dầu Diesel	3,4%	-	1,9%	-	2,1%
Xăng Ron 92	23,0%	16,2%	17,8%	13,8%	24,8%
Xăng Ron 95	18,5%	16,3%	17,1%	14,5%	21,5%
LPG	-	-	-	1,8%	10,3%
Polypropylene	22,8%	29,6%	30,1%	44,6%	40,5%
Propylene	18,0%	20,7%	-	40,5%	-
Xăng Jet A1	12,3%	6,5%	8,2%	9,3%	11,0%
Dầu DO	-	-	-	-	-
Xăng sinh học E5	-	1,1%	9,8%	8,8%	16,2%
Dịch vụ cảng biển	55,3%	49,5%	51,2%	55,1%	58,0%
Lưu huỳnh	100%	100%	100%	100%	100%
Khác	-	-	-	-	-

### Chi tiết cơ cấu chi phí

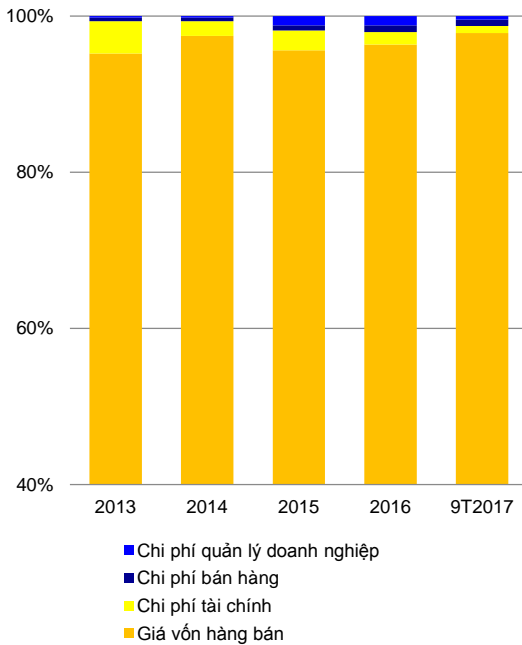
Tỷ lệ giá vốn/doanh thu thuần của BSR có xu hướng biến động mạnh qua các năm qua khi tăng mạnh vào năm 2014, sau đó giảm mạnh vào năm 2015 rồi tăng nhẹ vào năm 2016 và thường có giá trị khoảng 90% doanh thu thuần. Nguyên nhân là do giá dầu giảm mạnh trong năm 2014 và đạt mức thấp nhất trong 13 năm tại tháng 2 năm 2016.

Chi phí tài chính và lãi vay của BSR tiếp tục giảm qua các năm qua khi từ chiếm tới 4,1% doanh thu thuần năm 2013 xuống còn 0,8% doanh thu thuần 9 tháng năm 2017. Chi phí tài chính của BSR giảm mạnh sau năm 2013 đến từ 2 nguyên nhân chính là chi phí lãi vay đang giảm dần khi nợ gốc khi xây dựng nhà máy đang giảm và lỗ chênh lệch tỷ giá giảm mạnh.

Chi phí quản lý của BSR đã tăng mạnh trong năm 2015 chủ yếu đến từ việc trích quỹ

phát triển khoa học công nghệ với giá trị 640 tỷ đồng cùng với việc chi phí nhân viên quản lý tăng mạnh. Nhưng chi phí này đã có dấu hiệu giảm dần từ năm 2016 tới hiện nay.

### Cơ cấu chi phí



Đơn vị: Tỷ đồng

Chi tiêu	2013	2014	2015	2016	9T2017
Doanh thu thuần	152.834	127.224	95.272	73.686	54.489
Giá vốn hàng bán	144.063	125.346	85.330	67.353	48.279
%DTT	94,3%	98,5%	89,6%	91,4%	88,6%
%YoY	-	-13,0%	-31,9%	-21,1%	-
Chi phí tài chính	6.271	2.436	2.272	1.098	444
%DTT	4,1%	1,9%	2,4%	1,5%	0,8%
Chi phí lãi vay	1.844	1.589	859	646	401
Chi phí bán hàng	712	567	598	617	407
%DTT	0,5%	0,4%	0,6%	0,8%	0,7%
%YoY	-	-20,4%	5,5%	3,2%	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	294	295	1.059	830	220
%DTT	0,2%	0,2%	1,1%	1,1%	0,4%
%YoY	-	0,3%	259%	-21,6%	-

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của BSR

## V. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### 1. Tài sản

Tổng tài sản của BSR giảm mạnh trong giai đoạn 2013 – 2015 khi giảm từ 90.994 tỷ đồng xuống còn 59.923 tỷ đồng năm 2015, chủ yếu giảm mạnh ở tài sản lưu động mà cụ thể là hàng tồn kho và phải thu cùng với việc giá dầu sụt giảm. Kết thúc 9 tháng cuối năm 2017, tổng tài sản của BSR cũng giảm nhẹ so cuối năm 2016.

Tài sản của BSR cũng có xu hướng chuyển dịch rõ rệt từ tài sản ngắn hạn sang tài sản dài hạn. Tài sản ngắn hạn của Công ty giảm mạnh do khoản tiền và tương đương tiền giảm mạnh từ 23.625 tỷ đồng năm 2013 xuống chỉ còn 11.225 tỷ đồng khi kết thúc 9 tháng năm 2017 và khoản phải thu của khách hàng chỉ còn giá trị 7.373 tỷ đồng so với mức cao nhất 14.882 tỷ đồng năm 2013. Tiền và tương đương tiền của BSR giảm do Công ty không còn nhu cầu lượng tiền mặt lớn để nhập nguyên liệu sản xuất với giá dầu cao hơn 100USD/thùng.

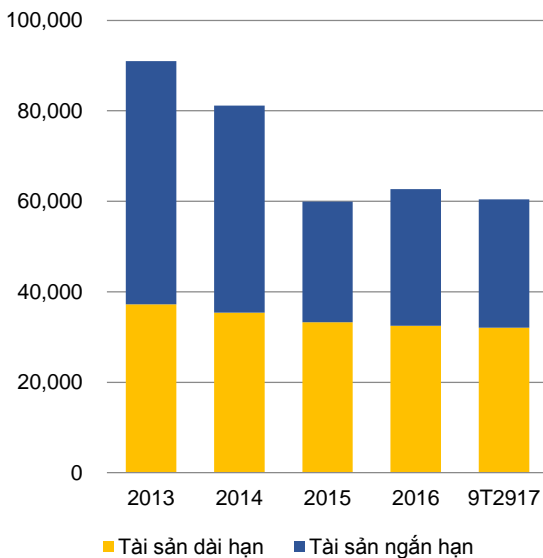
Nhìn chung, cơ cấu tài sản của BSR khá lành mạnh với tỷ trọng tài sản dài hạn cao, tiền và tương đương tiền chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản ngắn hạn.

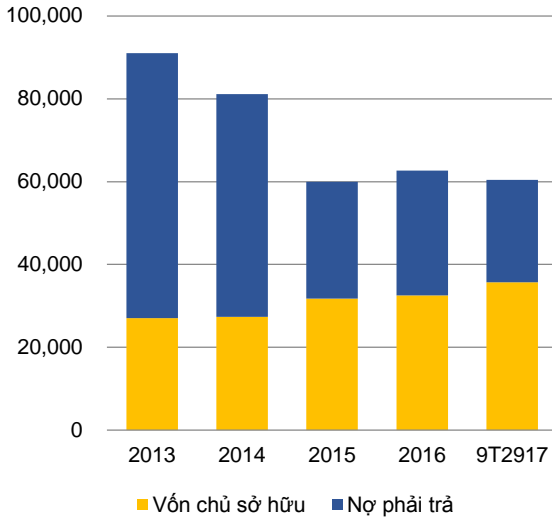
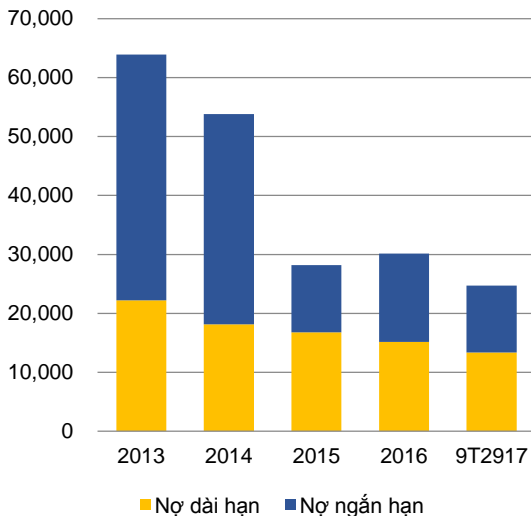
### 2. Nguồn vốn

Cơ cấu nguồn vốn của BSR đang có sự chuyển dịch tích cực khi vốn chủ sở hữu tăng trong các năm qua và chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nguồn vốn.

Vốn chủ sở hữu từ mức chỉ chiếm 29,8% tổng nguồn vốn năm 2013 đã tăng lên tới 59,1% tổng nguồn vốn khi hết tháng 9/2017. Sự chuyển dịch này đến từ việc giảm mạnh của nợ phải trả trong khi vốn chủ sở hữu vẫn tiếp tục tăng trong các năm qua.

### Cơ cấu tài sản của BSR (Tỷ đồng)



**Cơ cấu nguồn vốn (Tỷ đồng)**

**Cơ cấu Nợ phải trả (Tỷ đồng)**


Từ năm 2013 đến hết 9 tháng năm 2017, nợ phải trả của BSR đã giảm từ 63.917 tỷ đồng xuống còn 24.703 tỷ đồng, trong đó giảm mạnh nhất vào năm 2015 khi biên độ giảm tới 26,2%. Nợ phải trả giảm khi các khoản vay nợ và nợ thương mại của Công ty giảm, đặc biệt là các khoản vay ngắn hạn và phải trả người bán cũng giảm trong các năm qua.

#### Tình hình vay nợ của BSR

Vay nợ của BSR bao gồm 2 khoản mục chính là khoản vay ngắn hạn để đảm bảo vốn lưu động và khoản vay dài hạn bằng ngoại tệ trong thời gian xây dựng nhà máy.

Nợ ngắn hạn của BSR trước năm 2014 chủ yếu đến từ nhu cầu vốn lưu động để nhập nguyên liệu sản xuất khi giá dầu thô ở mức trên 100USD/thùng, nhưng với sự sụt giảm của giá dầu, từ năm 2015 tới nay, vay nợ ngắn hạn của BSR thuần túy chỉ là khoản vay dài hạn đến hạn trả. Do đó, từ năm 2014 tới nay, vay nợ ngắn hạn của BSR đã giảm rất mạnh khi từ 26.334 tỷ đồng năm 2014 chỉ còn 2.927 tỷ đồng khi kết thúc 9 tháng năm 2017.

Nợ dài hạn của BSR bao gồm các khoản vay để xây dựng nhà máy, cụ thể là:

Tiêu chí	VDB	Vietcombank
Mục tiêu vay	Xây dựng nhà máy lọc dầu Dung Quất	
Đồng tiềnghi nợ	USD	USD
Đồng tiền trả nợ	USD/VND	USD/VND
Giá trị khoản vay ban đầu	1 tỷ USD	281,47 triệu USD
Dư nợ vay dài hạn tại 30/09/2017	395,8 triệu USD	31,2 triệu USD
Thời hạn cho vay	192 tháng	144 tháng
Lãi suất	3,6%/năm	Libor + 1,5%/năm
Số kỳ trả nợ gốc	48 kỳ	18 kỳ
Chu kỳ trả nợ gốc	3 tháng	6 tháng
Số gốc trả mỗi kỳ	20.834.000USD	15.637.151,18USD
Thời hạn trả nợ gốc	144 tháng	108 tháng
Tài sản đảm bảo	Tín chấp	Bộ Tài chính bảo lãnh

Nguồn: BCTC của BSR

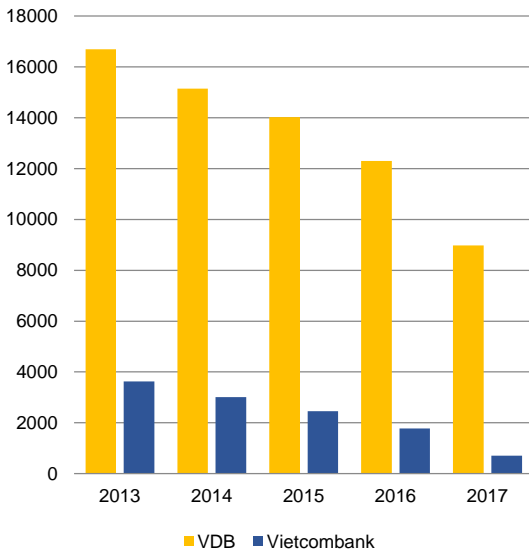
Vay nợ dài hạn bằng đồng USD đã giảm nhanh các năm qua, giúp công ty dần ổn định và tránh được những cú sốc lớn về biến động tỷ giá. Từ mức 1,28 tỷ usd vay nợ đầu tư ban đầu, đến tháng 9.2017, vay nợ dài hạn bằng đồng usd còn khoảng 427 triệu usd, gồm 395.8 triệu usd tại Ngân hàng Phát triển Việt Nam (VDB) và 31.2 triệu usd tại Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (VCB). Dự kiến đến năm 2020, BSR có khả năng sẽ hoàn trả đầy đủ các khoản nợ này với điều kiện dòng tiền trả nợ hiện tại của BSR.

Trong giai đoạn từ 2013 tới 2016, do tỷ giá biến động mạnh, BSR đã phải chịu khoản lỗ tỷ giá rất lớn, ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh. Trong năm 2017, biến động đồng đô la đã yếu đi, khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá chỉ là 37,1 tỷ đồng.

Chúng tôi cho rằng, BSR sẽ ít chịu biến động tỷ giá do tình hình kinh tế phát triển ổn định, thặng dư xuất khẩu tốt cũng như dự trữ ngoại tệ của ngân hàng nhà nước đang tăng lên. Điều này tác động tích cực đến kết quả kinh doanh những năm tới.

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	9T2017
Nợ phải trả	63.917	53.813	28.176	30.117	24.703
Vay nợ ngắn hạn	26,471	26.334	3.885	3.852	2.927



**Các khoản vay dài hạn bằng ngoại tệ  
(Tỷ VND)**


%Nợ phải trả	41,4%	48,9%	13,8%	12,8%	11,8%
%YoY	-	-0,5%	-85,2%	-0,8%	-24,0%
Vay nợ dài hạn	22.171	18.123	15.488	12.625	10.468
%Nợ phải trả	34,7%	33,7%	55,0%	41,9%	42,4%
%YoY	-	-18,3%	-14,5%	-18,5%	-17,1%

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của BSR

**Lưu chuyển dòng tiền.**

Trong những năm qua, cùng với sự phát triển lớn mạnh, quy mô tài sản tăng lên, hoạt động kinh doanh mở rộng thì hoạt động quản trị dòng tiền được thực hiện rất tốt. Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh luôn đạt kết quả dương lớn, cao hơn khá nhiều với lợi nhuận thuần hàng năm, đảm bảo chất lượng lợi nhuận, tạo nguồn lực tốt cho hoạt động đầu tư cũng như có khả năng thanh toán các khoản nợ vay.

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ đồng)	2014	2015	2016	9T2017
Lợi nhuận trước thuế	63	6.423	4.703	5.723
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	4.789	15.503	3.307	6.703
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	1.073	(324)	499	14
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(4.475)	(27.331)	(3.884)	(8.276)
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	25.013	12.861	12.784	11.225

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của BSR

## VI. ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu BSR được định giá dựa theo 3 phương pháp: phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp so sánh P/E, P/B:

### Phương pháp so sánh P/E, P/B:

Do tại Việt Nam, chỉ có BSR là doanh nghiệp duy nhất hoạt động trong lĩnh vực lọc hoá dầu nên P/E và P/B được lấy dựa trên trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương.

Chúng tôi dự tính năm 2017 công ty đạt lợi nhuận 7.153 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, (mặc dù vậy, có những thông tin chia sẻ của lãnh đạo công ty sẽ đạt lợi nhuận 8.000 tỷ đồng năm 2017). Chúng tôi xác định được giá cổ phiếu theo các hệ số so sánh PE, PB và EV/EBITDA.

Tên Công ty	P/E	P/B	EV/EBITDA
Thai Oil PCL	8,7	1,8	5,6
IRPC PCL – Thái Lan	15,7	1,6	10,8
Mangalore Refinery & Petro – Indonesia	6,3	2,3	5,2
Hengyuan Refining Co BHD – Malaysia	4,2	2,3	2,3
Petron Malaysia Refining	8,6	2,5	3,9
National Refinery Ltd – Pakistan	4,4	0,8	4,9
<b>Trung bình</b>	<b>8,0</b>	<b>1,9</b>	<b>5,4</b>
<b>Giá cổ phiếu BSR (đồng)</b>	<b>18.350</b>	<b>19.000</b>	<b>18.100</b>

(Nguồn: Bloomberg)

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

Dựa vào kế hoạch kinh doanh của công ty đến năm 2022, tình hình thị trường hoạt động và tình hình biến động của giá dầu trong hơn một năm qua, Chúng tôi xây dựng mô hình định giá dựa trên những giả định sau:

- Giá dầu sẽ dần hồi phục trở lại, giá dầu WTI năm 2017 là 55 USD/thùng, các năm sau ở mức từ 60- 65 USD/thùng đến năm 2020, năm 2021-2022 ở mức 70usd/thùng.
- Hoạt động kinh doanh của công ty tiếp tục có những phát triển tốt, sản lượng dầu thô cho sản xuất ở mức từ 6,18-7,16 triệu tấn trong năm 2018-2021, năm 2022 đạt mức 8,69 triệu tấn. Doanh thu sẽ tăng trưởng dựa trên mức giá dầu giả định cũng như sản lượng sản xuất.
- Thực hiện thành công phương án cổ phần hoá, gia tăng nguồn vốn mới cho Công ty.
- Công ty tiếp tục kiểm soát tốt tình hình tài chính, đặc biệt các khoản phải thu, hàng tồn kho, phải trả.
- Dựa trên lãi suất Trái phiếu chính phủ dài hạn 10 năm phát hành thời gian qua, phần bù rủi ro thị trường dự kiến, chi phí vốn cổ phần chúng tôi xác định ở mức 12.48%, tốc độ tăng trưởng ngân lưu tự do sau 2022 là 2%/năm.

**Kết quả kinh doanh dự kiến: (Đơn vị: tỷ đồng)**

Chỉ tiêu	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	83,944	90,619	101,424	103,453	105,522	136,986
Giá vốn hàng bán	75,194	82,790	92,647	94,500	96,390	125,085
Lợi nhuận gộp	8,750	7,829	8,777	8,952	9,131	11,900
Biên lợi nhuận gộp	10%	9%	9%	9%	9%	9%
Doanh thu tài chính	856	856	856	856	856	856
Chi phí tài chính	597	765	913	978	1,037	2,126
Chi phí lãi vay	542	520	608	779	949	900
Chi phí bán hàng	704	760	850	867	885	1,149
Chi phí quản lý doanh nghiệp	672	725	811	828	844	1,096
LN thuần hoạt động kinh doanh	7,634	6,435	7,057	7,136	7,221	8,386
EBIT	7,270	6,239	7,010	7,152	7,297	9,551
Lợi nhuận trước thuế	7,529	6,575	7,258	7,229	7,204	8,281
Lợi nhuận sau thuế	7,153	6,014	6,605	6,679	6,760	7,866

**Kết quả là giá trị cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE là: 25.460 đồng/cổ phần.**

**Giá trị doanh nghiệp 78,949,675,395,332**

**Số lượng cổ phiếu 3,100,499,616**

**Giá trị cổ phần (đồng) 25.460**

**Biến động giá cổ phiếu theo chi phí sử dụng vốn và tốc độ tăng trưởng dòng tiền thuần sau 2020.**

		Thay đổi chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu-k				
		11.0%	12.0%	12.48%	13.0%	14%
<b>Thay đổi tốc độ tăng trưởng dòng tiền thuần -g</b>	1 %	27.464	24.810	23.701	22.600	20.731
	2 %	29.915	26.763	<b>25.464</b>	24.184	22.037
	3 %	32.980	29.150	27.598	26.086	23.580
	4 %	36.921	32.133	30.236	28.410	25.432

**Tổng Hợp Kết Quả Định Giá:**

Phương pháp	Giá (đồng)
Phương pháp P/E thị trường	18.350
Phương pháp P/B thị trường	19.000
Phương pháp EV/EBITDA thị trường	18.100
Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE	25.460