

Công ty Cổ phần Lọc - Hóa dầu Bình Sơn (BSR)
Bùi Quốc Hiếu

Chuyên viên phân tích

Email: hieubq@fpts.com.vn

Tel: (84.28) - 6290 8686 - Ext : 7584

Thông tin giao dịch	08/01/2018
Số lượng CP niêm yết (CP)	3.100.499.616
Số lượng CP lưu hành (CP)	3.100.499.616
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	31.005
Vốn hóa (tỷ đồng)	Na

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty TNHH MTV Lọc – Hóa dầu Bình Sơn
Địa chỉ	208 Đại lộ Hùng Vương, Phường Trần Phú, Thành phố Quảng Ngãi, Tỉnh Quảng Ngãi
Doanh thu chính	Sản xuất, chế biến các sản phẩm dầu mỏ như xăng dầu, LPG và các sản phẩm trung gian khác
Chi phí chính	Chi phí mua dầu thô
Lợi thế cạnh tranh	Tiên phong và có thị phần lớn nhất về lọc hóa dầu trong nước
Rủi ro chính	Biến động giá dầu mỏ



Theo công bố thông tin, Công ty TNHH MTV Lọc - Hóa dầu Bình Sơn sẽ tiến hành cổ phần hóa vào tháng 1/2018 và dự kiến trong năm nay sẽ niêm yết cổ phiếu trên sàn HOSE với mã cổ phiếu BSR.

BSR hoạt động trong lĩnh vực lọc hóa dầu. BSR hiện thuộc 100% vốn Nhà nước do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) làm đại diện vốn và đang trong quá trình thực hiện cổ phần hóa theo hình thức bán bớt một phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp, qua đó giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà nước xuống 43% sau cổ phần hóa.

Số lượng cổ phần bán đấu giá công khai trong đợt IPO của BSR là 241.556.969 cổ phần tương đương 7,79% vốn điều lệ với giá khởi điểm 14.600 đồng/Cổ phần. Phiên đấu giá sẽ được thực hiện tại Sở giao dịch chứng khoán TP.Hồ Chí Minh vào ngày 17/01/2018.

BSR là đơn vị quản lý và vận hành Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, đây là nhà máy lọc hoá dầu đầu tiên và lớn nhất Việt Nam tính đến thời điểm này. Nhà máy lọc dầu Dung Quất có công suất chế biến lên đến 6,5 triệu tấn dầu thô mỗi năm. Từ khi đưa nhà máy vào vận hành từ năm 2010 đến nay, nhà máy luôn hoạt động trên 100% công suất với tổng sản lượng sản xuất lũy kế đạt khoảng trên 47 triệu tấn sản phẩm lọc hoá dầu mang về tổng doanh thu gần 40 tỷ USD cho BSR.

Theo chiến lược phát triển của BSR, được Tập đoàn Dầu khí Việt Nam chính thức phê duyệt ngày 22/12/2014. BSR sẽ thực hiện Dự án Nâng cấp mở rộng (NCMR) Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Theo đó, Dự án này có tổng mức đầu tư 1.813 triệu USD tương đương khoảng 38.989,6 tỷ đồng. Việc nâng cấp này dự kiến sẽ được hoàn thành vào năm 2021 và chính thức đi vào hoạt động từ năm 2022. Sau khi hoàn thành, BSR sẽ nâng công suất chế biến dầu thô của Nhà máy từ 148.000 thùng/ngày (tương đương 6,5 triệu tấn/năm) lên 192.000 thùng/ngày (tương đương 8,5 triệu tấn/năm) và chất lượng sản phẩm đầu ra đáp ứng tiêu chuẩn EURO V. Bên cạnh đó, mức độ linh động trong việc lựa chọn dầu thô đầu vào của BSR sẽ được nâng cao, không còn phụ thuộc vào nguồn dầu thô từ mỏ Bạch Hổ đang dần sụt giảm dần về sản lượng.

I. TỔNG QUAN VỀ BSR

1. Lịch sử hình thành và phát triển

Nhà máy Lọc dầu Dung Quất được đặt tại Khu kinh tế Dung Quất, huyện Bình Sơn, Quảng Ngãi được khởi công từ 28/11/2005 do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) làm chủ đầu tư với tổng vốn đầu tư 3 tỷ USD với công suất chế biến 6,5 triệu tấn dầu thô/năm.

Công ty TNHH MTV Lọc hóa dầu Bình Sơn thuộc sở hữu của PVN được thành lập vào 09/05/2008, được giao nhiệm vụ quản lý, điều hành sản xuất và kinh doanh các sản phẩm lọc, hóa dầu của Nhà máy Lọc dầu Dung Quất. Ngày 30/05/2010, BSR chính thức được nhận bàn giao Nhà máy Lọc dầu Dung Quất và đưa nhà máy vào vận hành thương mại.

Tính từ ngày 22/02/2009 đến hết tháng 12/2010, BSR đã tiếp nhận 8,3 triệu tấn dầu thô và cung cấp ra thị trường 7,2 triệu tấn sản phẩm các loại. Trong năm 2010, BSR đạt 58,46 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần và đạt trên 119,11 tỷ đồng lợi nhuận.

Ngày 06/01/2011, Nhà máy chính thức được khánh thành và kể từ khi BSR nhận bàn giao nhà máy luôn vận hành trên 95% và sau khi bảo dưỡng lần 1 thành công thì nhà máy luôn vận hành 100% công suất.

Tính cả giai đoạn 2011-2016, BSR đã đạt 37 triệu tấn sản phẩm và doanh thu đạt 639 nghìn tỷ đồng. Riêng năm 2016, BSR đạt khoảng 6,83 triệu tấn sản phẩm với doanh thu thuần 73,60 nghìn tỷ đồng đạt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 2010-2016 khoảng 3,9%/năm và lợi nhuận sau thuế chuyển biến vượt bậc từ -1.289 tỷ đồng vào năm 2012 đã đạt 4.492 tỷ đồng vào năm 2016.

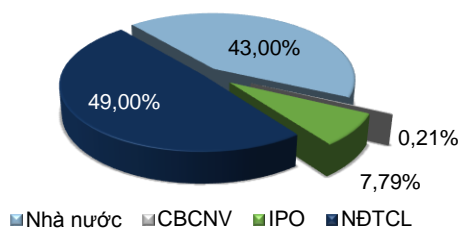
2. Cấu trúc sở hữu

BSR là doanh nghiệp Nhà nước sở hữu 100%, vốn điều lệ của BSR tính đến tháng 12/2017 là 31.005 tỷ đồng. Theo kế hoạch, BSR sẽ thực hiện cổ phần hóa doanh nghiệp để huy động vốn mở rộng và nâng cấp nhà máy Lọc dầu Dung Quất.

Hình thức phát hành

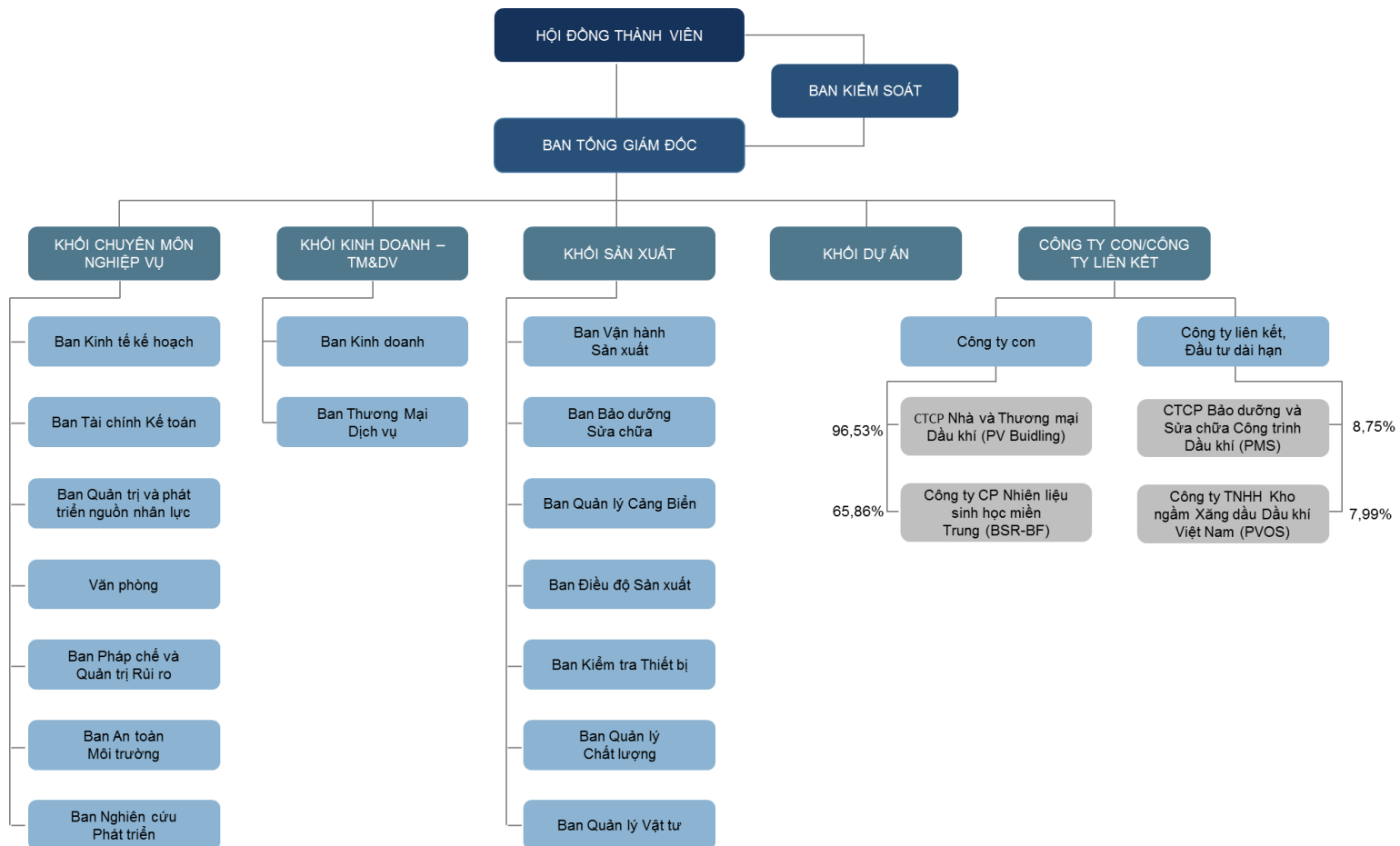
	Hiện tại		Giá bán cổ phần			Sau phát hành	
Cổ đông	Số lượng (triệu CP)	%	Đầu giá công khai	60% giá đầu giá thành công thấp nhất	Giá đầu giá thành công thấp nhất	Số lượng (triệu CP)	%
Nhà nước	3.100,5	100,00%				1.333,2	43,00%
Tổ chức Công đoàn				0		0,0	0,00%
Bán cho CBCNV				1,4	+ 5,0	→ 6,5	0,21%
Bán cho cổ đông chiến lược						1.519,2	49,00%
Bán công khai trong đợt IPO			241,6			→ 241,6	7,79%
Tổng	3.100,5					3.100,5	100,00%

Cơ cấu cổ đông sau cổ phần hóa



BSR sẽ thực hiện bán 1.519,24 triệu cổ phiếu cho Cổ đông chiến lược tương đương 49,0% vốn điều lệ, đồng thời bán ưu đãi 6,48 triệu cổ phần cho Cán bộ nhân viên (CBNV) tương đương 0,21% vốn điều lệ và bán công khai trong đợt IPO 241,56 triệu cổ phần chiếm 7,79% vốn điều lệ.

Sơ đồ tổ chức của BSR tại thời điểm đề trình phương án cổ phần hóa

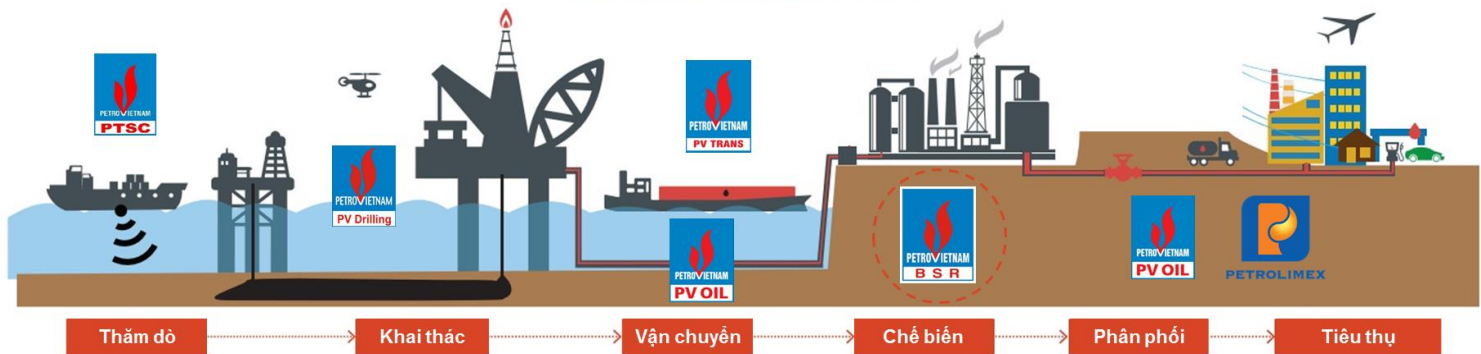


Hiện nay BSR có 2 công ty con là Công ty Nhà và Thương mại dầu khí (PV Building), nắm 96,53% vốn điều lệ theo tỷ lệ cam kết và Công ty Nhiên liệu Sinh học miền Trung (BSR-BF), nắm 65,86% vốn điều lệ. Đồng thời, BSR thực liên doanh liên kết với 2 công ty là Công ty Bảo dưỡng và Sửa chữa Công trình Dầu khí (PMS) và Công ty Kho ngậm Xăng dầu Dầu khí Việt Nam (PVOS). Tại thời điểm 30/09/2017, BSR đã thực góp 145,89 tỷ đồng chiếm 83,26% vốn điều lệ của PV Building. Theo lộ trình thoái vốn của BSR trong giai đoạn 2016-2020, BSR sẽ thoái vốn tại PV Building xuống còn 51% vốn điều lệ và thoái toàn bộ vốn tại PMS và PVOS. Đối với BSR-BF, BSR sẽ có lộ trình thoái toàn bộ vốn khỏi BSR-BF sau khi tái khởi động thành công Nhà máy Nhiên liệu sinh học Miền Trung. Tính đến Quý III/2017, khoản đầu tư của BSR vào BSR-BF với tỷ lệ cam kết góp vốn là 61% vốn điều lệ.

II. CHUỖI GIÁ TRỊ HOẠT ĐỘNG CỦA BSR

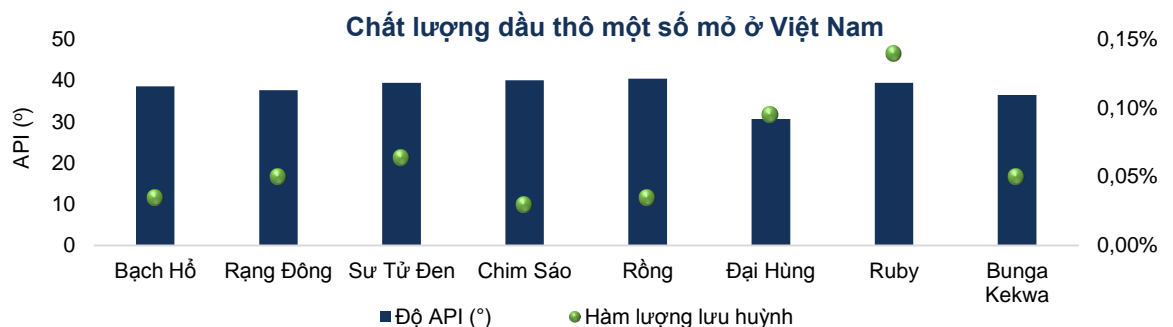
Nhà máy lọc dầu Dung Quất của BSR hiện là nhà máy lọc dầu đang được vận hành duy nhất ở Việt Nam với công suất thiết kế là 6,5 triệu tấn dầu thô mỗi năm và vốn đầu tư được phê duyệt là 3 tỷ USD. Hàng năm, nhà máy tiêu thụ khoảng trên 40% sản lượng dầu khai thác nội địa và cung cấp khoảng 30% nhu cầu xăng dầu của cả nước. Việc nhà máy đi vào vận hành giúp Việt Nam hoàn thiện chuỗi ngành khai thác – chế biến dầu khí.

Chuỗi giá trị ngành Dầu mỏ Việt Nam



1. Nguồn dầu thô

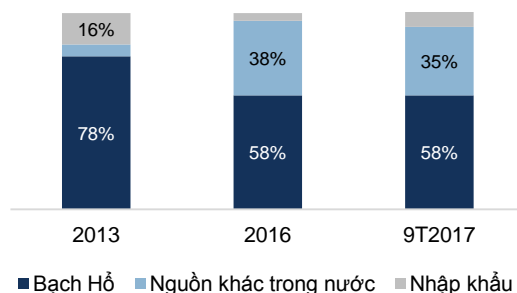
Nguồn dầu thô chính của BSR là mỏ Bạch Hổ, chiếm khoảng 60% tổng khối lượng dầu thô đưa vào chế biến. Hiện tại, mỏ Bạch Hổ và các mỏ dầu trong nước (chủ yếu là dầu ngọt, nhẹ)¹ chiếm đến 90% cơ cấu dầu thô của BSR, còn lại là dầu nhập khẩu. Hiện tại, BSR đang thực hiện đa dạng hóa nguồn dầu thô bằng các cải hoán² nhỏ để tăng cường khả năng phối trộn. Nhà máy có thể hoạt động ổn định và đảm bảo an toàn ở mức 70:30 (70% là dầu Bạch Hổ và tương tự).



Nguồn: Perenco & Global Investment Center, USA, FPTS Research

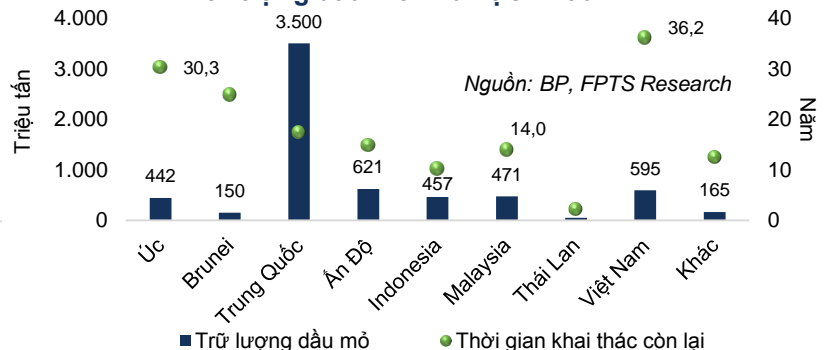
Theo số liệu của BP năm 2017 về thống kê trữ lượng dầu mỏ toàn cầu năm 2016, Việt Nam có trữ lượng dầu mỏ đứng thứ ba khu vực Châu Á Thái Bình Dương với trữ lượng có thể chứng minh khoảng 595 triệu tấn và có thời gian khai thác còn lại hơn 36 năm. Với trữ lượng dầu mỏ trong nước còn khá lớn, điều này là một yếu tố thuận lợi cho BSR về nguồn nguyên liệu sau khi tiến hành mở rộng và nâng cấp nhà máy.

Cơ cấu nguồn dầu thô của BSR



Nguồn: BSR, FPTS Research

Trữ lượng dầu mỏ khu vực Châu Á TBD



Nguồn: BP, FPTS Research

¹ Độ API (độ nặng nhẹ của dầu so với nước) và hàm lượng lưu huỳnh (trên khối lượng dầu mỏ) là hai đặc tính quan trọng để đánh giá chất lượng dầu thô. Dầu thô nhẹ có các chuỗi hydrocarbon ngắn và có độ API từ 34 hoặc cao hơn, độ API giữa 31-33 là trung bình và 30 hoặc thấp hơn là nặng. Dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh <0,5%/trọng lượng được coi là ngọt, và gọi là chua nếu > 1,0% / trọng lượng. Dầu ngọt nhẹ có giá trị cao do hàm lượng tạp chất ít, dễ chế biến và sản xuất được nhiều xăng.

² Cải hoán: quá trình kết hợp giữa sửa chữa, thay đổi kết cấu, trang thiết bị nhằm mục đích chuyển đổi cấu hình, tính năng kỹ thuật của nhà máy.

PVOil đang là đơn vị duy nhất đại diện cung cấp dầu thô cho BSR, trong đó bao gồm cả nhận ủy thác nhập khẩu dầu thô từ nước ngoài. Giá dầu thô PVOil cung cấp cho BSR được xây dựng trên cơ sở giá dầu thô Dated Brent của hãng tin Platts, các hợp đồng cung cấp đều có thời hạn từ 6 tháng đến 1 năm với thời hạn thanh toán khoảng 30 ngày. Giá hợp đồng được tính bằng đồng USD, BSR có thể thanh toán bằng USD và/hoặc VND tùy theo điều kiện cụ thể của từng hợp đồng.

Dầu thô nguyên liệu được vận chuyển bằng tàu có tải trọng khoảng 110.000-150.000 DWT³ vận chuyển đến cảng nhập dầu qua hệ thống SPM (hệ thống tiếp nhận dầu thô), bơm vào khu bể chứa dầu thô của BSR. Bên cạnh đó, BSR cũng có hệ thống đề chắn sóng và cảng xuất sản phẩm cho tàu trọng tải đến 30 nghìn DWT nhập cảng.

2. Công nghệ sản xuất

Nhà máy lọc dầu của BSR hiện nay có công suất chế biến 6,5 triệu tấn dầu thô/năm. Nhà máy chính của BSR gồm 15 phân xưởng công nghệ, 10 phân xưởng năng lượng phụ trợ, khu bể chứa dầu thô, bể chứa sản phẩm, hệ thống ống dẫn dầu thô và sản phẩm. Các phân xưởng chính của Nhà máy sử dụng bản quyền công nghệ của các nhà cung cấp hàng đầu thế giới, cụ thể như phân xưởng NHT/CCR/IZOM (UOP, Mỹ), phân xưởng RFCC/LCO-HDT (AXENS, Pháp), phân xưởng KTU/LTU/NTU/CNU (Merichem, Mỹ). Nhà máy được thiết kế chi tiết và xây dựng, chạy thử bởi Tổ hợp Nhà thầu Technip Pháp, JGC-Nhật,...

Nhà máy được trang bị hệ thống điều khiển vận hành bởi hệ thống Điều khiển phân tán (Distributed Control System – DCS), Hệ thống bảo vệ an toàn công nghệ (Emergency Shutdown System – ESD), Hệ thống phát hiện rò rỉ và báo cháy đầy đủ và hiện đại. Nhà máy Lọc dầu Dung Quất được đánh giá là có công nghệ tương đối hiện đại so với các nhà máy lọc dầu trong khu vực và trên thế giới.

Công nghệ của Nhà máy lọc dầu của BSR hiện nay có thể lọc được khoảng 57 loại dầu mỏ khác nhau với chất lượng dầu có độ API cao và hàm lượng lưu huỳnh thấp. Hiện tại, Nhà máy của BSR đang vận hành ổn định ở mức 103-105% công suất thiết kế, BSR đã thử nghiệm thành công 110% và đang có kế hoạch thử nghiệm mức 120% công suất. Để duy trì khả năng vận hành cường độ cao, hoạt động bảo trì, bảo dưỡng các thiết bị, máy móc được BSR tiến hành thường xuyên, trong đó đáng kể nhất là hoạt động bảo dưỡng lớn với chu kỳ 3 năm/lần. BSR cũng đang thuê đơn vị thực hiện thiết kế FEED để nâng cấp, mở rộng Nhà máy nâng công suất lên 8,5 triệu tấn/năm và tăng khả năng lọc lên 200 loại dầu thô khác nhau.

3. Sản phẩm

Sản phẩm đầu ra của BSR chủ yếu là xăng RON92, RON95 và dầu diesel (DO), bên cạnh đó còn có các sản phẩm khác như nhiên liệu đốt lò FO (dầu mazut), nhiên liệu phản lực Jet A-1, LPG, hạt nhựa PP và các sản phẩm hóa dầu khác.

STT	Tên sản phẩm	Đặc điểm và công dụng	Sản lượng thiết kế (nghìn tấn/năm)
1	RON92	RON92 (A92 hay Mogas 92) là loại xăng màu vàng, có trị số octan là 92, dùng làm nhiên liệu cho xe máy.	1.400 – 1.800
2	RON95	RON95 (A95 hay Mogas 95) là loại xăng có màu vàng, có trị số octan là 95, dùng làm nhiên liệu cho xe máy.	600 – 700
3	DO	Nhiên liệu diesel (DO), là hỗn hợp hydrocacbon lỏng có nguồn gốc từ dầu mỏ, dùng làm nhiên liệu cho động cơ.	2.900 – 3.200
4	FO	FO là dầu mazut là nhiên liệu dùng cho các thiết bị lò đốt.	60 – 100

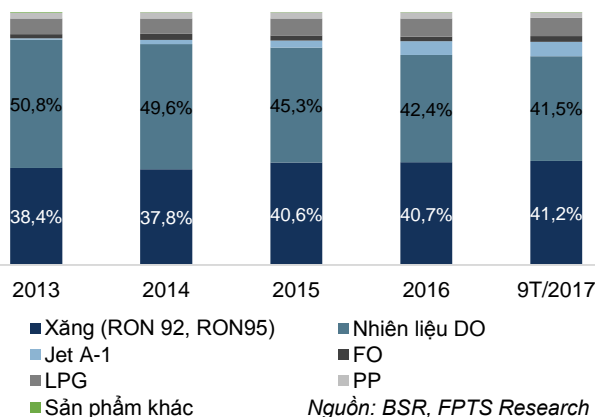
³ DWT (Deadweight Tonnage), là đơn vị đo năng lực vận tải an toàn của tàu thủy tính bằng tấn.

5	Jet A-1	Jet A-1 là nhiên liệu phản lực được sử dụng cho động cơ phản lực của máy bay.	80 – 400
6	LPG	LPG có thành phần chính là propan (C_3H_8) hoặc butan (C_4H_{10}), được sử dụng trong đun nấu.	400 – 420
7	Polypropylen (PP)	PP được sản xuất từ propylen, hydrogen và xúc tác. PP được sử dụng cho các ứng dụng khác nhau, thường dùng sản xuất hạt nhựa.	135 – 150
8	Propylen	Sản phẩm trung gian sản xuất PP.	136 – 150

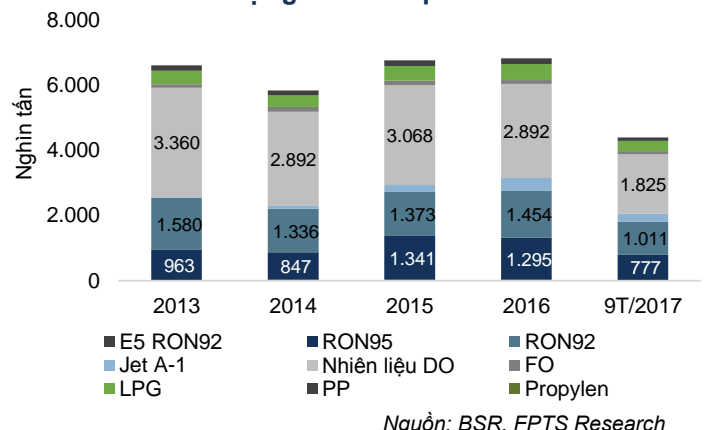
Nguồn: BSR, FPTs Research

Trong tổng số hơn 6,5 triệu tấn sản phẩm đầu ra bình quân năm giai đoạn 2013-2016, BSR duy trì cơ cấu khoảng 40% sản phẩm xăng (RON92, RON95) và 45% DO và 10-15% các sản phẩm khác trong đó đáng kể nhất là Jet A-1 (Kerosen) và hạt nhựa PP (sản phẩm hóa dầu có giá trị cao).

Cơ cấu sản lượng sản phẩm của BSR



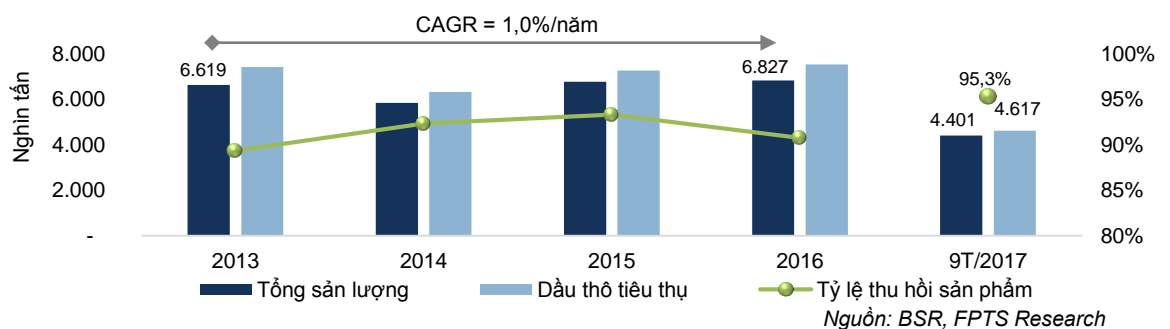
Sản lượng theo sản phẩm của BSR



Sản phẩm Jet A-1 tăng nhanh qua các năm từ 0,4% lên 5,7% trong cơ cấu sản phẩm của BSR do khả năng chế biến của BSR tăng lên cùng với khả năng đáp ứng được nhu cầu của thị trường nội địa. Mặt khác, sản lượng Jet A-1 gia tăng cũng do giá Jet A-1 trên thị trường có những diễn biến thuận lợi, vì vậy BSR sản xuất tối đa Jet A-1.

Đối với LPG và FO (nhiên liệu đốt lò), đây là hai sản phẩm không tăng trưởng cao do hiện tại đây vẫn là các sản phẩm không hiệu quả về mặt kinh tế, nhưng không thể loại bỏ do đây là các sản phẩm không thể tách rời của quá trình lọc theo đặc thù thiết kế kỹ thuật của nhà máy lọc dầu.

Sản lượng sản xuất của BSR 2013-9T2017



Trong giai đoạn 2013-2016, sản lượng sản xuất của BSR tăng trung bình 1,0%/năm nhờ các sáng kiến cải tiến của bộ phận kỹ thuật để nâng dần công suất chế biến lên một mức độ nhất định. Trung bình tổng khối lượng sản phẩm BSR sản xuất được tăng thêm khoảng 70.000 tấn/năm sản phẩm đầu ra các loại trong giai đoạn vừa qua. Trong năm 2014, do công tác bảo dưỡng tổng thể theo kế hoạch làm Nhà máy phải ngừng hoạt động khoảng gần 2 tháng khiến sản lượng đầu ra của BSR giảm khoảng 11,8% so với năm 2013. Đánh giá cả giai đoạn 2013-2016, hiệu quả lọc hóa dầu của BSR có những biến chuyển tích cực khi tỷ lệ thu hồi các sản phẩm lọc hóa dầu tăng từ 89,3% vào năm 2013 lên 90,8% vào năm 2016.

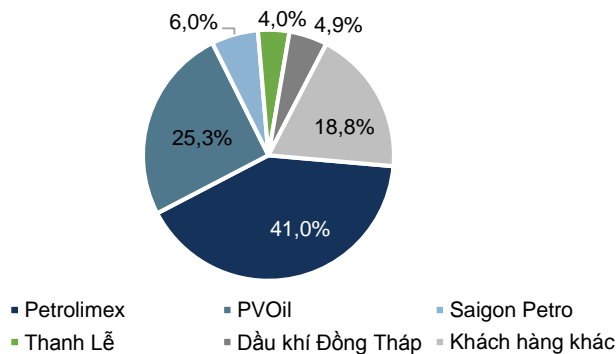
Trong 9 tháng đầu năm 2017, BSR đã sản xuất được khoảng 4,4 triệu tấn sản phẩm lọc hóa dầu, trong đó hơn 1,8 triệu tấn xăng nhiên liệu (gồm RON92, RON 95 và E5 RON92) và khoảng 1,8 triệu tấn nhiên liệu DO với tỷ lệ thu hồi sản phẩm lọc hóa dầu đã 95,3%.

4. Thị trường dầu ra

4.1. Sản phẩm xăng dầu

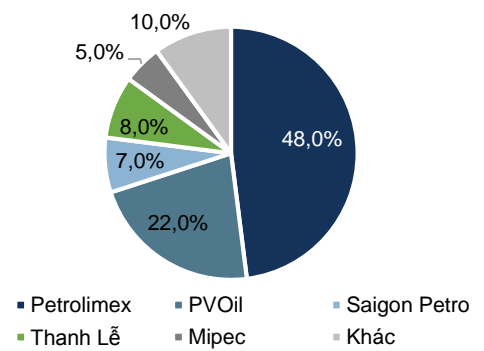
Xăng dầu là sản phẩm có tỷ lệ lớn nhất trong cơ cấu sản phẩm lọc dầu của BSR chiếm trung bình 85% tổng sản lượng hàng năm. Hiện nay, sản phẩm xăng dầu của BSR được phân phối bởi các đầu mối lớn trong nước như Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (Petrolimex) chiếm 41,0% cơ cấu tiêu thụ năm 2016, sau đó là Tổng công ty Dầu Việt Nam (PVOil) chiếm 25,3%, Công ty TNHH MTV Dầu khí Tp.Hồ Chí Minh (Saigon Petro) chiếm 6,0%, Tổng Công ty Thương mại XNK Thanh Lễ chiếm 4,0%, Công ty TNHH MTV Thương Mại Dầu khí Đồng Tháp (PETIMEX) chiếm 4,9% và còn lại là khách hàng khác. Nếu chỉ tính riêng hai khách hàng lớn nhất là Petrolimex và PVOil đã chiếm hơn 66% sản lượng sản phẩm xăng dầu của BSR.

Tiêu thụ xăng dầu theo khách hàng BSR 2016



Nguồn: BSR, FPTs Research

Thị phần phân phối xăng dầu 2016



Nguồn: PVOil, FPTs Research

Hiện nay, Petrolimex và PVOil là hai công ty có thị phần lớn nhất về phân phối xăng dầu trong nước với thị phần tính đến cuối năm 2016 là 48,0% và 22%. Việc PVOil và Petrolimex là đơn vị phân phối độc quyền về sản phẩm xăng dầu trong nước vừa là thuận lợi cho BSR về mức độ ổn định về đầu ra, tuy nhiên điều này cũng sẽ là rủi ro cho BSR khi vị thế của khách hàng quá lớn.

Theo quy định của Bộ Công thương tại Quyết định số 2411/QĐ-BCT, khách hàng mua xăng dầu của BSR là các công ty đầu mối có giấy phép nhập khẩu và kinh doanh xăng dầu. Do đó, mô hình kênh phân phối của BSR thực hiện xuất bán trực tiếp cho các đầu mối mà không thông qua trung gian nào khác.

Phân loại khách hàng: BSR có hai nhóm khách hàng là các khách hàng lớn và khách hàng thông thường:

- **Nhóm những khách hàng lớn:** Petrolimex, PVOil, SaigonPetro, Thanh Lễ và PETIMEX chiếm khoảng 81,2% doanh thu xăng dầu của BSR năm 2016. Trong 9T/2017, tỷ trọng của nhóm khách hàng lớn ổn định ở mức khoảng 77,3% doanh thu xăng dầu của BSR.
- **Nhóm những khách hàng thông thường:** MIPECO, Skypec, Nhiên liệu bay Petrolimex, Hải Hà, Hải Linh, Hòa Khánh... chiếm khoảng 18,8% doanh thu xăng dầu trong năm 2016 và khoảng trên 22,7% trong 9T/2017.

Từ 8 khách hàng mua dài hạn năm 2008, đến năm 2016 BSR đã ký hợp đồng dài hạn cung cấp sản phẩm cho 11 khách hàng là những đầu mối phân phối lớn và có uy tín ở thị trường trong nước. Tính đến cuối năm 2016, tổng số đầu mối nhận sản phẩm của BSR (bao gồm cả Term và Spot) là 18 đầu mối. Năm 2017, BSR đã tăng số lượng khách hàng ký kết hợp đồng dài hạn cung cấp sản phẩm lên 13 đơn vị, đồng thời đang gia tăng số lượng khách hàng mua hàng từ Nhà máy Dung Quất bằng cách chào bán spot xăng dầu cho 24/29 đầu mối trong cả nước.

BSR thực hiện bán hàng theo hai phương thức với hai loại hợp đồng: Hợp đồng Term (Hợp đồng dài hạn) và Hợp đồng Spot (Hợp đồng chuyển).

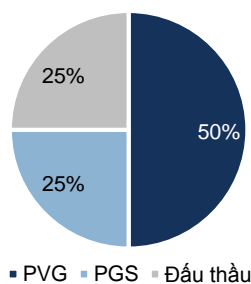
- **Hợp đồng Spot:** Hàng tháng, sau khi cân đối lượng hàng, BSR sẽ thông báo cho tất cả các khách hàng về nhu cầu bán spot xăng dầu trong tháng của Công ty. Sau khi nhận được chào mua của các khách hàng, BSR sẽ tiến hành đàm phán và thỏa thuận các điều khoản mua bán cũng như giá cả mỗi lần giao dịch với từng khách hàng. Trong trường hợp khách hàng có nhu cầu mua spot, BSR sẽ tiến hành cân đối lượng hàng và đàm phán với khách hàng.
- **Hợp đồng Term:** BSR và khách hàng sẽ ký hợp đồng theo từng năm, quy định thời điểm và khối lượng giao hàng theo từng tháng trong năm, giá mua hàng được điều chỉnh 6 tháng/lần theo tình hình thị trường.

Phương thức giao hàng: BSR chủ yếu giao hàng theo điều kiện FOB⁴ tại cảng Dung Quất (trừ LPG theo điều kiện CIF⁵ tại cảng người mua). Ngoài ra, BSR vẫn chủ động giao hàng theo điều kiện CIF tại cảng người mua khi khách hàng có yêu cầu.

4.2. Sản phẩm LPG và PP

Khách hàng tiêu thụ LPG của BSR là các đơn vị đáp ứng đủ các điều kiện theo quy định của văn bản pháp lý hiện hành về kinh doanh LPG. Việc lựa chọn đơn vị tiêu thụ LPG và PP theo hợp đồng dài hạn sẽ được thực hiện theo hình thức đấu giá bán sản phẩm theo kỳ hạn 6 tháng hoặc 1 năm hoặc hình thức bao tiêu sản phẩm.

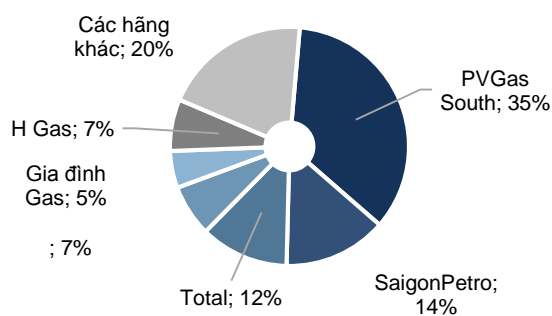
Nguồn Dung Quất



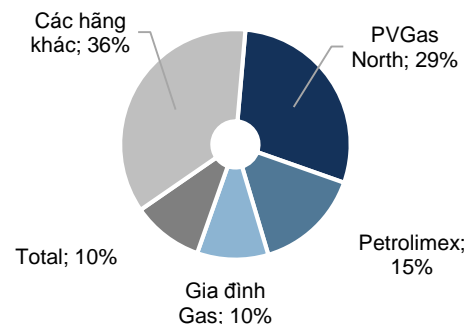
Trong đó, 50% sản lượng LPG của BSR được PVGas North (PVG) và PVGas South (PGS) bao tiêu sản phẩm. Hiện nay, PGS và PVG là hai doanh nghiệp có thị phần phân phối LPG lớn nhất trong nước.

Đối với phần khối lượng LPG và PP sản xuất vượt kế hoạch (nếu có), BSR sẽ tổ chức bán chuyển (spot) theo hình thức chào giá cạnh tranh hoặc bán bổ sung cho các khách hàng có hợp đồng dài hạn (theo tỷ lệ tương ứng) nhằm đảm bảo tính công khai, minh bạch, bình đẳng cho tất cả các khách hàng.

Thị phần phân phối LPG phía Nam 2016



Thị phần phân phối LPG phía Bắc 2016



Nguồn: PGS & PVG, FPTs Research

⁴ FOB (Free On Board) nghĩa là *Miễn trách nhiệm Trên Boong tàu* nơi đi còn gọi là "Giao lên tàu". Đây là một thuật ngữ trong thương mại quốc tế, được thể hiện trong Incoterms.

⁵ CIF (Cost, Insurance and Freight): *Giá thành, bảo hiểm và cước phí*, nó có nghĩa là giá của bên bán hàng đã bao gồm giá thành của sản phẩm, cước phí vận chuyển và phí bảo hiểm. Đây là một thuật ngữ trong thương mại quốc tế, được thể hiện trong Incoterms.

4.3. Vị thế của BSR

Hiện nay, BSR là doanh nghiệp đầu tiên và duy nhất thực hiện công đoạn lọc hóa dầu trong chuỗi giá trị ngành dầu khí Việt Nam. Với việc là doanh nghiệp thực hiện lọc hóa dầu đầu tiên trong nước sẽ là lợi thế cho BSR về phát triển khách hàng, vì khi các đối tác trong nước mua sản phẩm từ BSR sẽ được lợi thế về đoạn đường vận chuyển ngắn hơn so với sản phẩm nhập khẩu, như vậy chi phí và rủi ro vận chuyển sẽ thấp hơn. Đồng thời, các doanh nghiệp sẽ được lợi ích về thuế, vì đối với hàng nhập khẩu, khi nhập vào cần nộp thuế ngay còn BSR nộp thuế sau 30 ngày.

Bên cạnh đó, việc mua sản phẩm do BSR sản xuất được bán trong nước và được tính bằng Việt Nam đồng, do đó khách hàng mua hàng của BSR sẽ loại bỏ rủi ro về biến động tỷ giá. Thêm vào đó, BSR ít bị ảnh hưởng khi giảm giá với hàng tồn kho so với nhập khẩu khi giá sản phẩm giảm biến động giảm. Vì thế, các đối tác trong nước sẽ ưu tiên nhận hàng từ BSR.

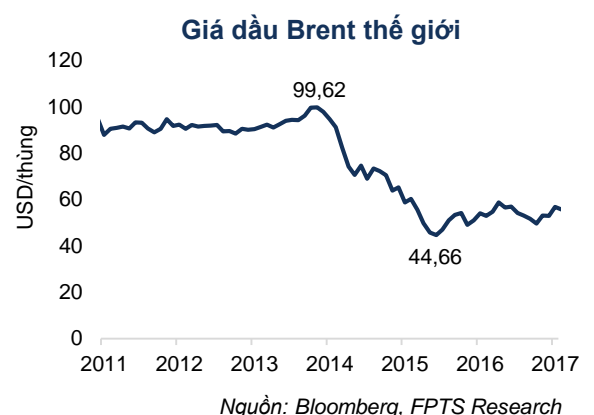
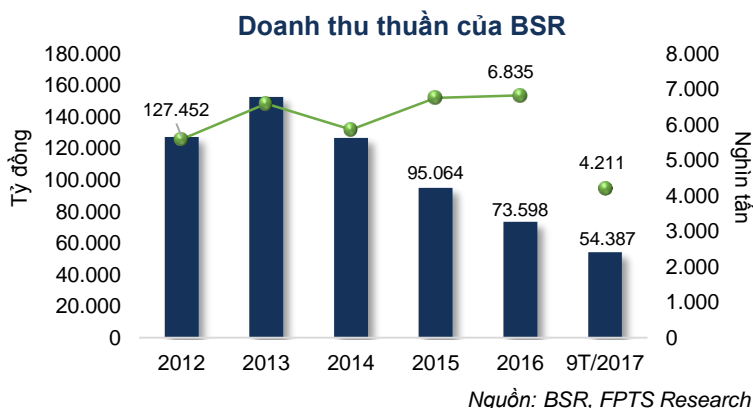
Tuy nhiên theo dự kiến, tổ hợp Lọc hóa dầu Nghi Sơn tại Khu kinh tế Nghi Sơn tỉnh Thanh Hóa do PVN, Tập đoàn Dầu khí Kuwait (KPI), Công ty Idemitsu Kosan Nhật Bản (IKC) và Tập đoàn hóa chất Mitsui Nhật Bản (MCI) là chủ đầu tư. Nhà máy Nghi Sơn có công suất 10 triệu tấn/năm, nguyên liệu nhập khẩu từ Kuwait với tổng mức đầu tư 9,2 tỷ USD, sản phẩm của nhà máy gồm: khí hoá lỏng LPG, xăng dầu, dầu FO, benzenne, dầu hoả, Jet A-1, polypropylene... sẽ được đi vào hoạt động vào đầu năm 2018. Dự kiến khi Nhà máy Nghi Sơn đi vào hoạt động sẽ đáp ứng 40% nhu cầu xăng dầu trong nước, điều này sẽ gia tăng sự cạnh tranh đối với BSR. Sau khi được đưa vào hoạt động chính thức, các nhà máy Dung Quất và Nghi Sơn sẽ đảm bảo cung cấp khoảng 80% nhu cầu xăng dầu cho thị trường trong nước. Qua đó, nâng cao khả năng tự chủ nguồn xăng dầu của Việt Nam.

III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu

1.1. Tình hình chung về doanh thu

Doanh thu của BSR chủ yếu đến từ hoạt động cốt lõi của doanh nghiệp là lọc hóa dầu, doanh thu đến từ dịch vụ cảng biển và các dịch vụ khác không đáng kể, chỉ chiếm khoảng 0,1% tổng doanh thu.



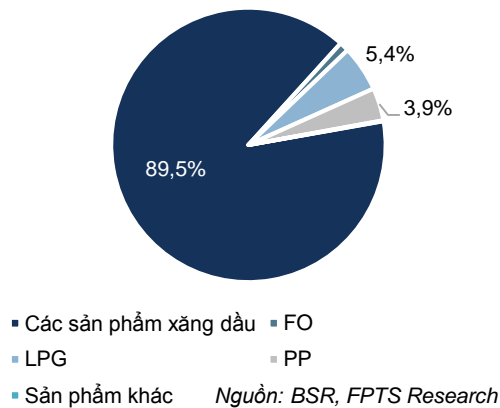
Nhà máy Lọc dầu Dung Quất được chính thức khánh thành vào năm 2011. Trong giai đoạn đầu 2010-2011, đây là giai đoạn chạy thử nghiệm nhà máy nên doanh thu của BSR đạt mức thấp chỉ khoảng trên 58.000 tỷ đồng/năm. Trong giai đoạn vận hành ổn định 2012-2014, trong giai đoạn này nhà máy lọc dầu của BSR đã đi vào vận hành sau khi được bảo dưỡng lần thứ 1, đồng thời trong giai đoạn này giá dầu thế giới đạt mức cao khoảng gần 100 USD/thùng. Với nhiều yếu tố thuận lợi trong giai đoạn này, doanh thu của BSR đạt mức cao khoảng 126.845 tỷ đồng và CAGR giai đoạn 2010-2014 đạt 16,8%/năm.

Giai đoạn giá dầu sụt giảm 2015-2016, trong giai đoạn này do ảnh hưởng từ việc suy giảm của giá dầu dẫn đến doanh thu của BSR sụt giảm mạnh với CAGR 2012-2016 giảm 12,8%, mặc dù sản lượng tăng gần 5,1%/năm.

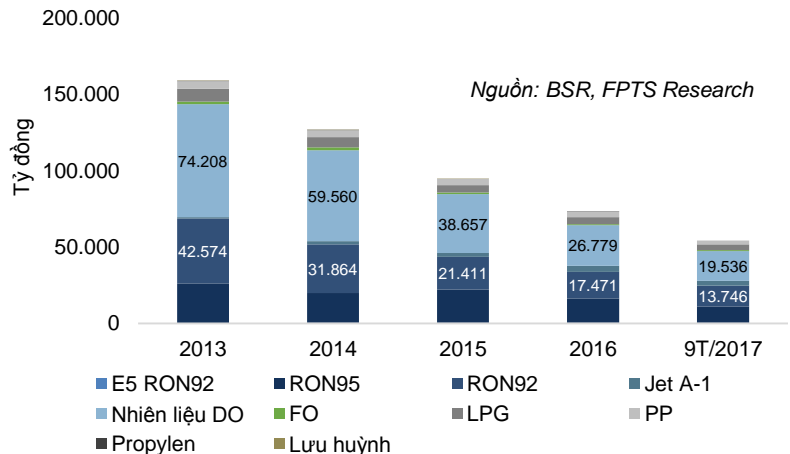
Trong 9T/2017, doanh thu của BSR đạt mức 54.387 tỷ đồng, tăng 5,4% so với cùng kỳ năm 2016 do giá dầu thô nguyên liệu ổn định và có xu hướng tăng trong năm 2017.

1.2. Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 2013-2016

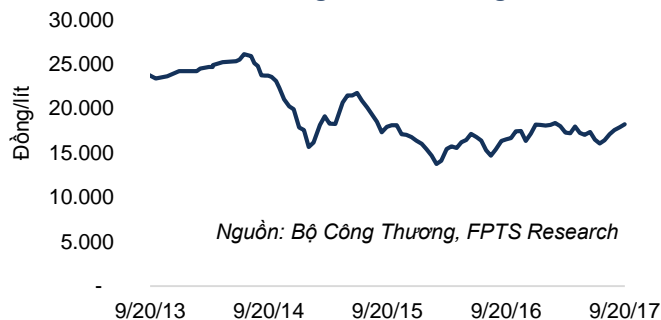


Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 2011-9T2017

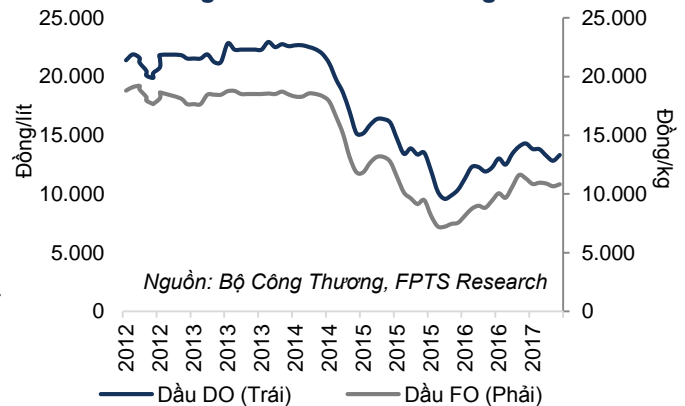


Sản phẩm xăng dầu là yếu tố đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của BSR, chiếm 89,5% doanh thu giai đoạn 2013-2016. Đặc thù trong cơ cấu sản phẩm lọc dầu nói chung và BSR nói riêng, sản phẩm xăng dầu chiếm hơn 80%, do đó sản phẩm này chiếm tỷ lệ lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của BSR. Sau sản phẩm xăng dầu là sản phẩm LPG chiếm 5,4% doanh thu, sản phẩm hạt nhựa PP chiếm 3,9% và các sản phẩm khác chỉ chiếm 1,1% tổng doanh thu.

Giá xăng RON 92 trong nước



Diễn biến giá dầu FO và DO trong nước



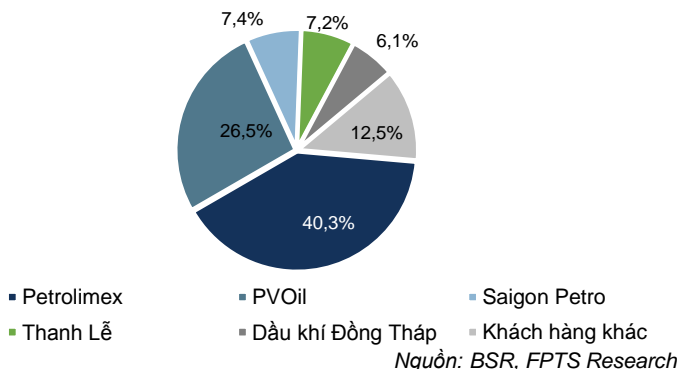
BSR thực hiện đa dạng hóa các sản phẩm bằng cách tăng công suất của phân xưởng hoá dầu (RFCC), trong đó, đặc biệt là các sản phẩm hóa dầu (hạt nhựa PP). Propylen là sản phẩm trung gian cho quá trình sản xuất hạt nhựa PP, do đó, nếu phân xưởng PP hoạt động 100% công suất sẽ không dư thừa khí Propylen để bán. Điều này cũng giải thích cho tỷ trọng của Propylen gần như bằng không trong cơ cấu giá vốn hàng bán. Trên thực tế, từ đầu năm 2017, sản phẩm PP của BSR phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ hàng nhập khẩu và nguồn cung dồi dào trên thị trường nội địa. Tuy nhiên, bằng các chính sách chăm sóc khách hàng linh hoạt như tăng mức chiết khấu thương mại hay giãn thời gian thanh toán cho các khách hàng thân thiết, đến hết tháng 9/2017, BSR đã xuất bán được khoảng gần 100.000 tấn sản phẩm PP, đạt doanh thu khoảng 2.444 tỷ đồng, đạt 70,1% kế hoạch năm 2017. Đồng thời, thuế nhập khẩu PP cũng tăng từ 2017, từ 1% lên 3% đó, điều này sẽ có lợi cho sản phẩm PP của BSR.

Từ năm 2014, BSR có thêm sản phẩm xăng sinh học E5 RON92 để tích cực tham gia hưởng ứng chủ trương sử dụng các sản phẩm xanh, bảo vệ môi trường của Chính phủ.

Trong 9 tháng đầu năm 2017, doanh thu từ các sản phẩm xăng dầu của BSR giữ ở mức ổn định. Trong đó, xăng nhiên liệu (RON92, RON95 và E5 RON92) đạt mức khoảng 24.841 tỷ đồng và doanh thu của sản phẩm DO là 19.536 tỷ đồng.

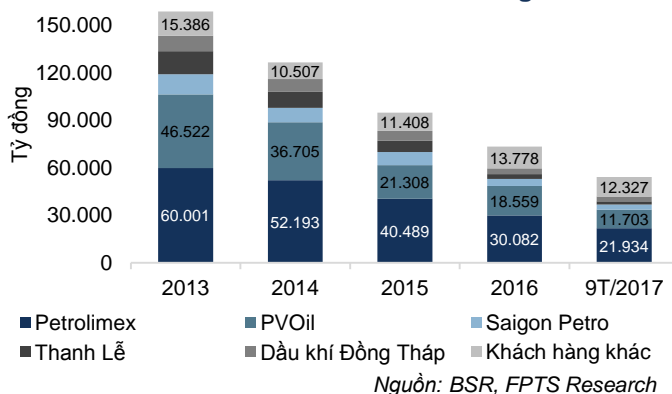
1.3. Cơ cấu doanh thu theo khách hàng

Cơ cấu doanh thu theo khách hàng 2013-2016

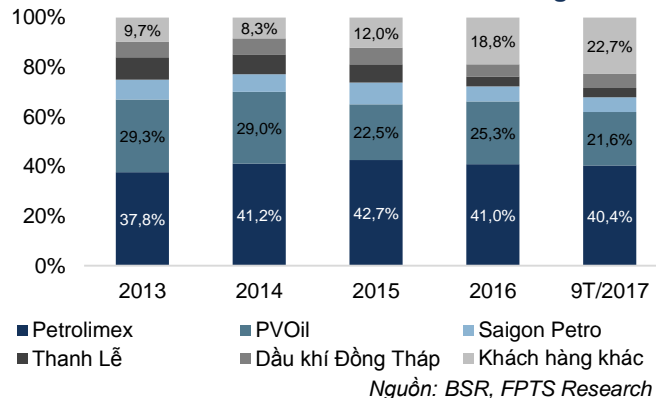


Trong cơ cấu doanh thu sản phẩm xăng dầu theo khách hàng của BSR trong giai đoạn 2013-2016, chiếm tỷ trọng lớn nhất là Petrolimex với 40,3% tổng doanh thu mặt hàng xăng dầu, theo sau là PVOil chiếm 26,5% doanh thu sản phẩm xăng dầu, Saigon Petro chiếm 7,4%, Thanh Lễ chiếm 7,2%, PETIMEX chiếm 6,1% doanh thu những sản phẩm này và còn lại là khách hàng khác.

Doanh thu theo khách hàng



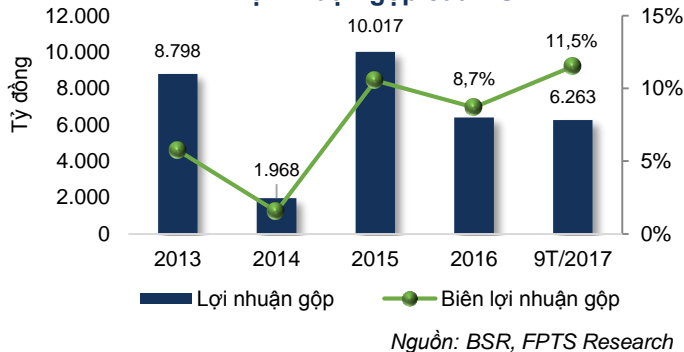
Cơ cấu doanh thu theo khách hàng



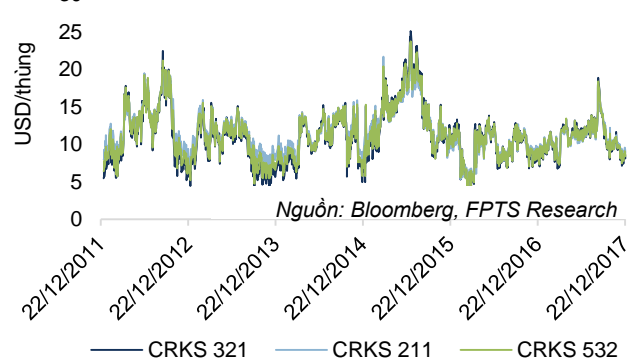
Doanh thu từ Petrolimex luôn ổn định chiếm tỷ lệ 41-42% doanh thu hàng năm, trái lại doanh thu từ PVOil đang có xu hướng giảm và có chiều hướng tăng trở lại vào năm 2016 nhưng vẫn thấp hơn tỷ trọng 29,0% doanh thu vào năm 2014. Bổ sung vào phần doanh thu sụt giảm của PVOil là doanh thu từ những khách hàng thông thường, điều này cho thấy cơ cấu khách hàng của BSR có sự chuyển dịch từ khách hàng lớn sang nhóm khách hàng thông thường.

2. Lợi nhuận gộp

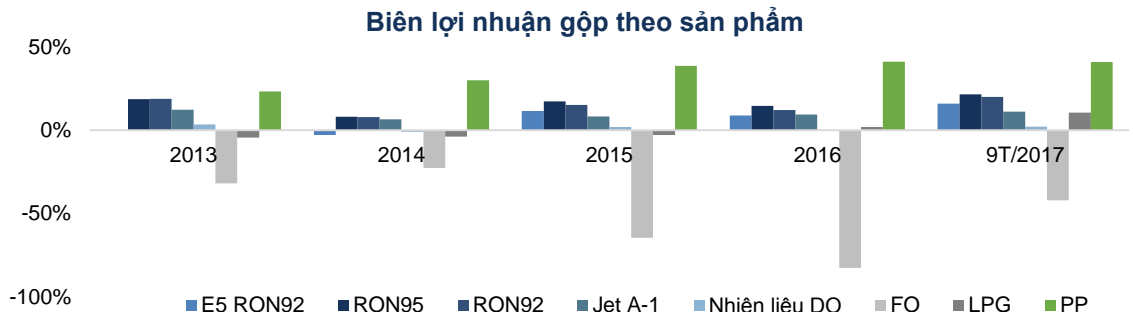
Lợi nhuận gộp của BSR



Biến động Crack Spread



Lợi nhuận gộp của BSR trong giai đoạn 2013-2016 khá biến động và có xu hướng được cải thiện, biên lợi nhuận gộp của BSR biến động cùng chiều với biến động của Crack Spread⁶. Trong năm 2014, Crack Spread giảm sâu đồng thời BSR thực hiện bảo dưỡng nhà máy làm doanh thu suy giảm dẫn đến lợi nhuận gộp của BSR sụt giảm mạnh với biên lợi nhuận gộp năm 2014 chỉ còn khoảng 1,6%. Trong 9T/2017, Crack Spread phục hồi đã tạo động lực giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của BSR với biên lợi nhuận gộp đạt 11,5%.



Nguồn: BSR, FPTTS Research

Trong các sản phẩm lọc hoá dầu của BSR, sản phẩm hạt nhựa PP có biên lợi nhuận gộp cao nhất với mức 41,1% vào năm 2016. Mặc dù, sản phẩm hạt nhựa PP chỉ chiếm chưa đến 5% doanh thu nhưng lại đóng góp trên 1.000 tỷ đồng vào lợi nhuận gộp hàng năm của BSR. Đáng chú ý, năm 2016 sản phẩm hạt nhựa PP đã mang lại trên 1.500 tỷ đồng, chiếm 24% lợi nhuận gộp của BSR. Hiện tại, ngành nhựa trong nước vẫn phải nhập khẩu 70-80% nguyên liệu đầu vào. Mỗi năm, Việt Nam phải nhập khẩu 5-6 triệu tấn nguyên liệu nhựa, trong đó PP chiếm 23%, tương đương khoảng 1-1,3 triệu tấn. Hiện tại trong nước chỉ có BSR sản xuất được PP, việc nâng thuế nhập khẩu PP từ 1% lên 3% từ đầu năm 2017 nhằm thực hiện ưu đãi của chính phủ cho BSR trong việc sản xuất nguyên liệu PP cho ngành nhựa sẽ giúp gia tăng lợi thế cạnh tranh cho sản phẩm PP của BSR.

Các sản phẩm truyền thống khác của BSR như xăng RON92, RON95 có biên lợi nhuận gộp trung bình 12-15% và tăng lên gần 20% vào 9T/2017. Sản phẩm Jet A-1 có mức biên lợi nhuận gộp khá ổn định khoảng 9% và đạt mức 11,1% vào 9T/2017.

Bên cạnh đó, các sản phẩm có hiệu quả kinh tế thấp cũng có những chuyển biến tích cực như sản phẩm LPG có biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 1,8% vào năm 2016 lên 10,5% vào 9T/2017, nhiên liệu FO từ -82,7% năm 2016 lên mức -42,1% trong 9T/2017.

Từ ngày 01/01/2017, cơ chế thu điều tiết 3-5-7⁷ đã được bãi bỏ hoàn toàn kể cả đối với các sản phẩm xăng của BSR, tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu của BSR trong 9T/2017 giảm xuống còn 88,48% doanh thu, giảm 8,76% so với cùng kỳ năm 2016. Lợi thế này đã góp phần giúp biên lợi nhuận gộp của BSR cải thiện đáng kể tăng từ mức 2,76% (9T/2016) lên mức 11,52% (9T/2017).

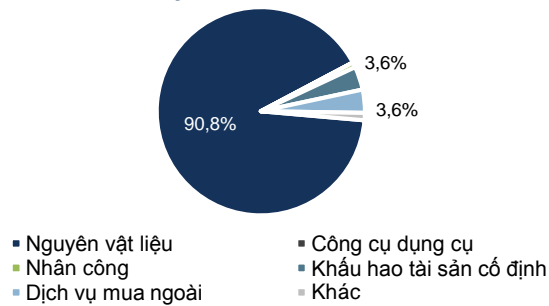
Từ 01/01/2017, cơ chế thu điều tiết đã được bãi bỏ hoàn toàn. Theo đó, BSR đã tự chủ quyết định giá bán sản phẩm của mình, không còn phải nộp các khoản thu điều tiết về cho Ngân sách Nhà nước.

⁶ Crack Spread (CRKS): đo lường mối quan hệ giữa giá tương lai của sản phẩm dầu mỏ và giá tương lai của dầu thô tính bằng USD/thùng. Nếu Spread tăng thì lợi nhuận lọc hoá dầu sẽ tăng lên và ngược lại. CRKS 321 đo lường mối quan hệ giữa 2 phần xăng và 1 phần dầu nặng với 3 phần dầu thô. CRKS 532 đo lường quan hệ giữa 3 phần xăng và 2 phần dầu nặng với 5 phần dầu thô. CRKS 211 đo lường quan hệ giữa 1 phần xăng và 1 phần dầu nặng với 2 phần dầu thô.

⁷ Từ năm 2012 đến tháng 9/2016, BSR được hưởng cơ chế ưu đãi theo quy định tại Quyết định 952/QĐ-TTg/2012. Theo đó, BSR được giữ lại 7% Thuế nhập khẩu (TNK) với sản phẩm xăng dầu, 5% với LPG và 3% với hóa dầu. Phần chênh lệch giữa TNK và mức ưu đãi này là khoản thu điều tiết nộp lại Ngân sách Nhà nước. Nếu TNK thấp hơn mức ưu đãi này, PVN thực hiện thanh toán mức chênh lệch giữa TNK và mức ưu đãi cho BSR. Căn cứ Quyết định số 1725/QĐ-TTg năm 2016 về sửa đổi một số điều QĐ 952/QĐ-TTg năm 2012, từ tháng 9/2016 - 31/12/2016, BSR chỉ chịu mức thu điều tiết 10% với đối với sản phẩm xăng, bãi bỏ thu điều tiết với các sản phẩm khác.

Cơ cấu chi phí sản xuất của BSR

Cơ cấu chi phí sản xuất của BSR 2016

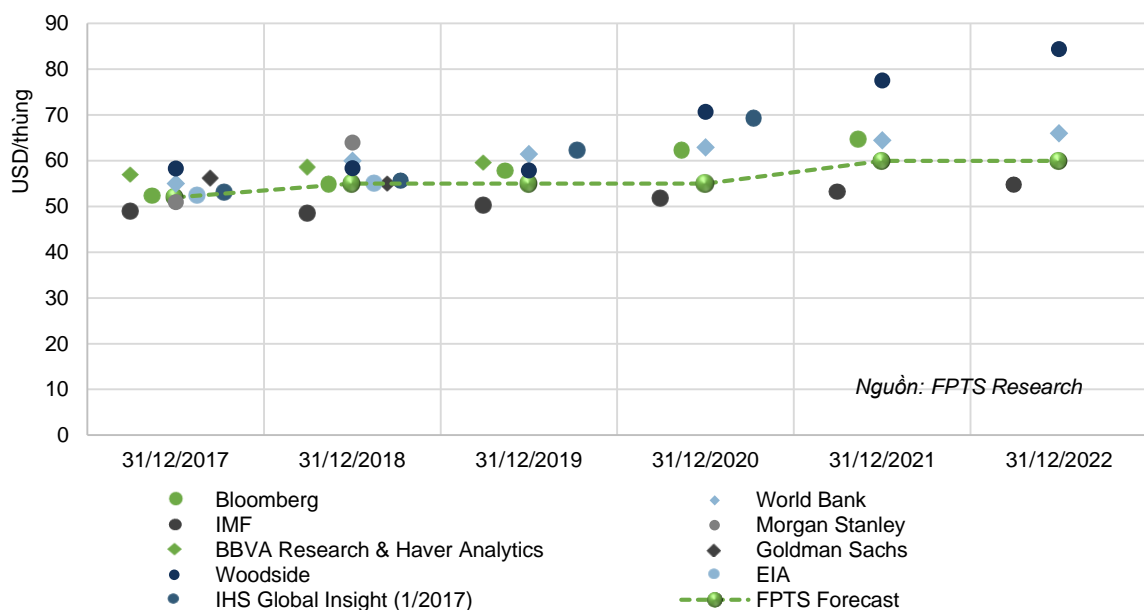


Trong cơ cấu chi phí sản xuất của BSR, chi phí nguyên liệu dầu thô là chi phí chính chiếm hơn 90% chi phí sản xuất, sau đó là chi phí khấu hao và dịch vụ mua ngoài cùng chiếm 3,6% chi phí, còn lại phần nhỏ là các chi phí khác như chi phí nhân công, chi phí công cụ dụng cụ.

Trong giai đoạn 2013-2016 và 9T/2017, chi phí nguyên vật liệu luôn chiếm trên 90% trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của BSR, trong đó chi phí cho dầu thô cũng chiếm đến trên 90% chi phí nguyên vật liệu. Do đó, biến động của giá dầu thô sẽ tác động trực tiếp tới cơ cấu chi phí của BSR.

Theo dự báo của các tổ chức, giá dầu sẽ phục hồi ở mức 55-60 USD/thùng trong giai đoạn 2017-2019 và sau đó sẽ tăng lên mức 60-70 USD/thùng trong giai đoạn 2020-2022 (*Xem Báo cáo định giá CNG tháng 12/2017 – [Tại đây](#)*).

Dự báo giá dầu của các tổ chức



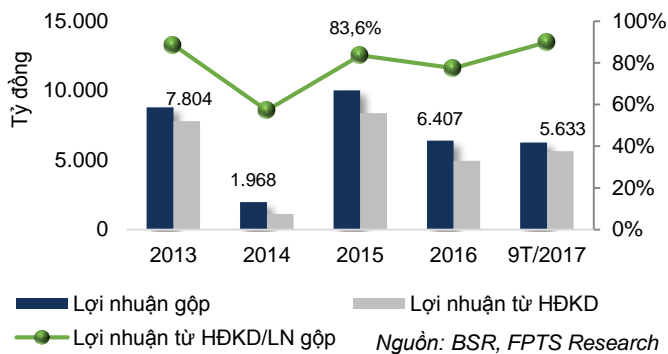
Việc giá dầu tiếp tục tăng trong thời gian tới sẽ dẫn đến rủi ro tăng chi phí nguyên liệu sản xuất của BSR. Tuy nhiên, rủi ro này không tác động quá lớn đến biên lợi nhuận gộp của BSR do giá bán các sản phẩm dầu mỏ cũng tăng cùng chiều với biến động của giá dầu thô.

Chi phí khấu hao TSCĐ không thay đổi nhiều trong giai đoạn 2013 – 2016 và dự kiến năm 2017, ở mức bình quân khoảng 2.300 tỷ đồng/năm, sự gia tăng tỷ trọng của chi phí khấu hao trong cơ cấu chi phí do sự giảm giá dầu thô dẫn đến tổng chi phí giảm tương ứng.

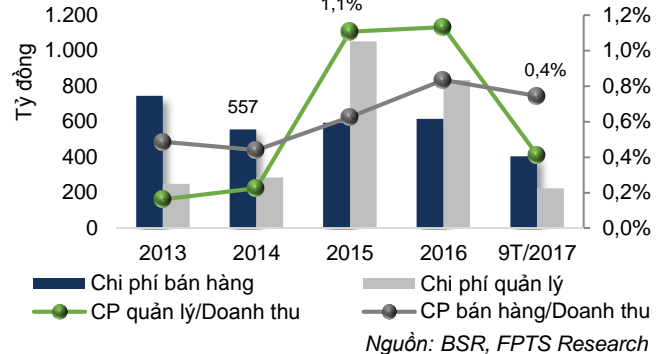
Chi phí dịch vụ mua ngoài trong đó chủ yếu là chi phí thuê ngoài bảo dưỡng nhà máy, thuê chuyên gia vận hành, chi phí bảo hiểm và trích trước chi phí sửa chữa lớn (Turn Around). Chi phí này trong giai đoạn 2013-2016 không biến động lớn trung bình 2.100 tỷ đồng/năm.

3. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh



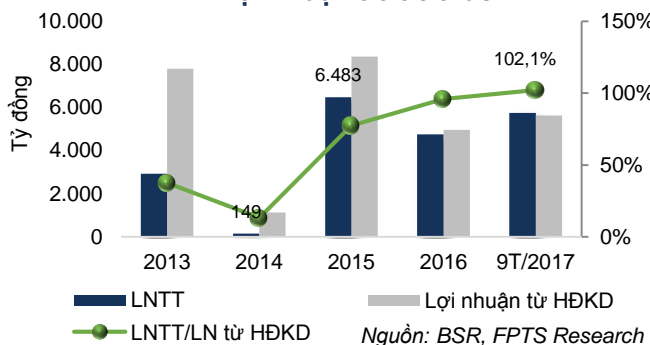
Chi phí bán hàng và chi phí quản lý



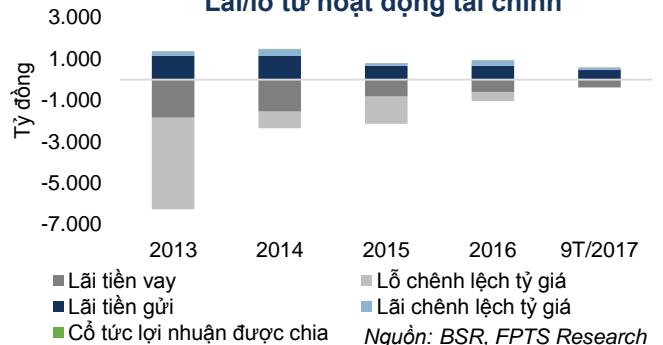
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (HĐKD) của BSR chủ yếu biến động do sự thay đổi của lợi nhuận gộp. Do BSR là đơn vị sản xuất các sản phẩm lọc hoá dầu lớn nhất cả nước nên BSR có vị thế tương đối lớn nên chi phí bán hàng của BSR khá thấp chiếm dưới 1,0% doanh thu hàng năm. Đồng thời, mạng lưới hoạt động của BSR chỉ tập trung ở khu vực nhà máy sản xuất nên chi phí quản lý của BSR không quá cao chỉ khoảng 1,1% doanh thu. Với sự ổn định và chiếm tỷ lệ không quá lớn của chi phí bán hàng và chi phí quản lý nên lợi nhuận từ HĐKD của BSR phụ thuộc vào lợi nhuận gộp của công ty.

4. Lợi nhuận trước thuế và sau thuế

Lợi nhuận trước thuế



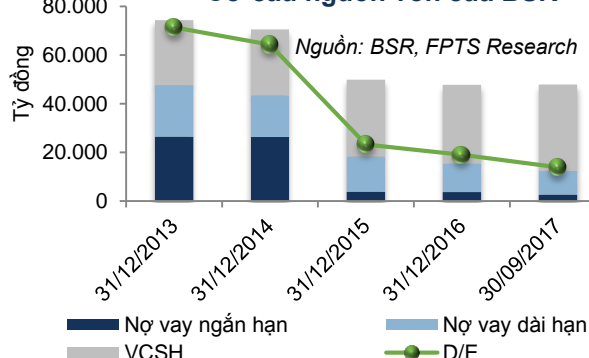
Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính



Lợi nhuận trước thuế (LNTT) của BSR tương quan cùng chiều với lợi nhuận gộp của công ty, trong đó mức độ tương quan ngày càng cao. Kể từ năm 2013, tác động của lãi/lỗ từ hoạt động tài chính của BSR đến LNTT ngày càng giảm. Trong đó, lãi từ hoạt động tài chính chủ yếu là lãi tiền gửi trung bình 800-900 tỷ đồng/năm và lãi chênh lệch tỷ giá khoảng 650 tỷ đồng mỗi năm.

Đối với chi phí tài chính, chủ yếu là lãi vay khoảng hơn 2.000 tỷ đồng/năm và đang có xu hướng ngày càng giảm chỉ còn 1.135 tỷ đồng vào năm 2016 do BSR đã giảm tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn. Chỉ số D/E của BSR giảm xuống mức khá thấp từ 1,6 vào năm 2014 chỉ còn 0,5 vào năm 2016.

Cơ cấu nguồn vốn của BSR

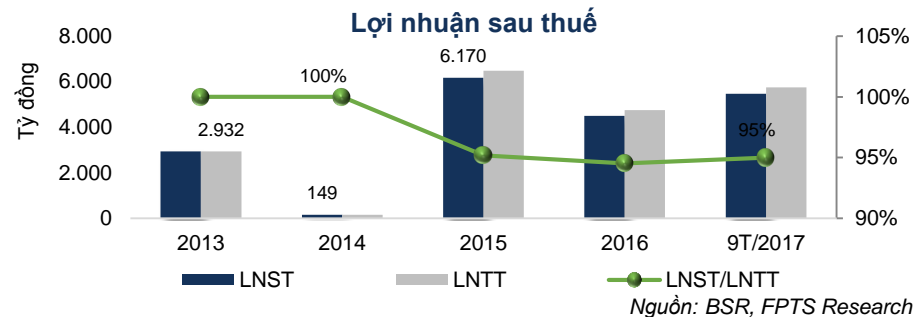


Khả năng thanh toán lãi vay của BSR



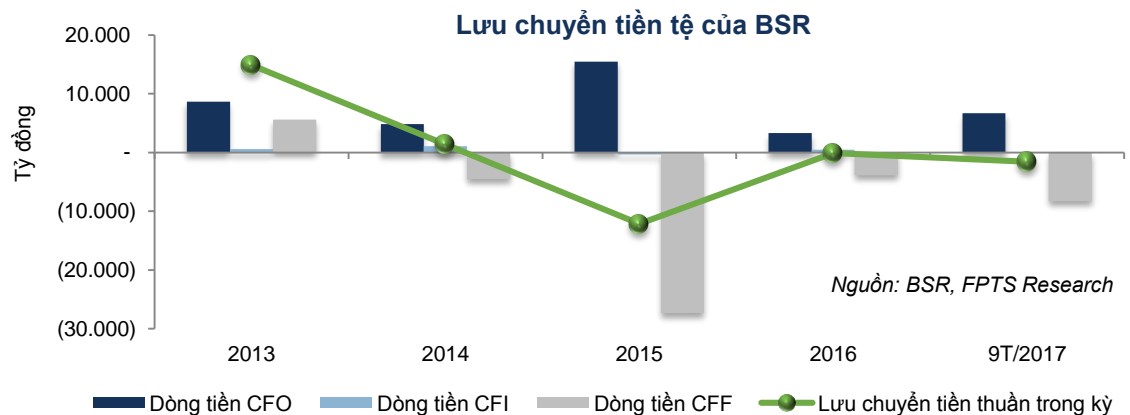
BSR sử dụng các khoản vay ngắn hạn chủ yếu bằng Việt Nam đồng, chiếm khoảng 25-27% nguồn vốn, các khoản vay ngắn hạn của BSR được áp dụng lãi suất thả nổi. Chi phí lãi vay năm 2013 và 2014 của BSR lần lượt là 1.845 tỷ đồng và 1.551 tỷ đồng. Từ năm 2015, BSR hầu như không sử dụng các khoản vay ngắn hạn do quy mô vốn lưu động giảm. Vì vậy, chi phí lãi vay của BSR giảm đi đáng kể còn 812 tỷ đồng và 605 tỷ đồng trong các năm 2015 và năm 2016.

Các khoản vay dài hạn của BSR đều được ghi nhận bằng đồng USD với lãi suất ổn định trong khoảng 1,8-4%/năm, do đó, các biến động về tỷ giá có ảnh hưởng nhất định đến tình hình tài chính của BSR. Trong giai đoạn 2013-2016, tỷ giá USD/VND tăng 5,34%, dẫn tới BSR phải ghi nhận các khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá hàng năm. Năm 2016, BSR ghi nhận khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá khoảng 437 tỷ đồng.



BSR được áp dụng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) 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. Do đó, trong giai đoạn 2011-2014 BSR được miễn thuế TNDN và kể từ năm 2015 thuế suất thuế TNDN áp dụng cho BSR là 5% năm đến năm 2023.

5. Phân tích Dòng tiền



Nhìn chung dòng tiền của BSR tương đối biến động trong giai đoạn 2013-2016, trong đó chủ yếu là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) và dòng tiền từ hoạt động tài chính (CFF), dòng tiền từ hoạt động đầu tư (CFI) không biến động nhiều.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của BSR tương đối ổn định chủ yếu đến từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính, trong đó dòng tiền CFO đạt mức cao nhất vào năm 2015 với 15.484 tỷ đồng, nguyên nhân là do kết quả hoạt động kinh doanh của BSR có chuyển biến tích cực sau thời gian dừng bảo trì 2 tháng vào năm 2014 với lợi nhuận sau thuế đạt 6126 tỷ đồng tăng gấp 40,4 lần so với năm 2014.

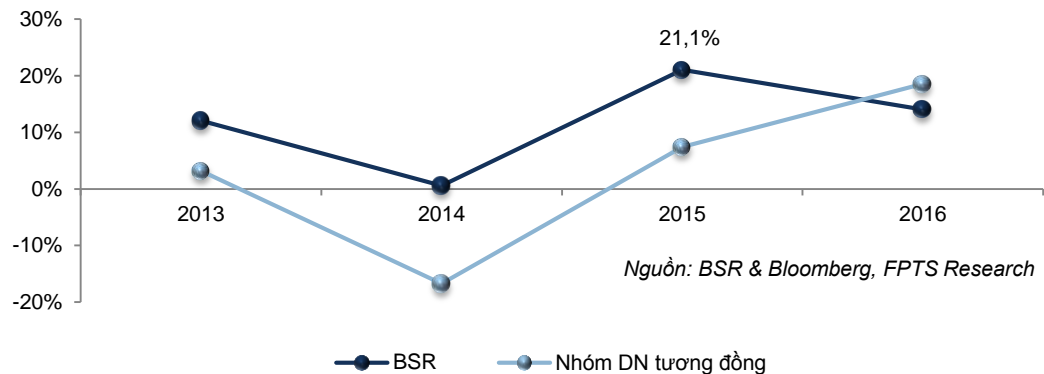
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư của BSR không có nhiều biến động do nhà máy lọc dầu đã xong giai đoạn đầu tư. Do đó, dòng tiền chi cho hoạt động đầu tư trong giai đoạn 2013-2016 của BSR chủ yếu là chi bảo dưỡng, bảo trì và cải hoán nhà máy với chi đầu tư mỗi năm chỉ khoảng từ 300-500

tỷ đồng. Bên cạnh đó, dòng tiền thu từ cổ tức và lợi nhuận từ các khoản đầu đóng góp một khoảng lớn cho BSR với gần 700 tỷ đồng mỗi năm.

Dòng tiền từ hoạt động tài chính của BSR trong giai đoạn 2013-2016 chủ yếu là các khoản đi vay, trả nợ gốc vay và chi trả cổ tức. Trong đó, các khoản đi vay lớn nhất là giai đoạn 2013-2014 với hơn 80.000 tỷ đồng năm và đã giảm xuống dưới 21.538 tỷ đồng vào năm 2015 và chỉ còn 9.614 tỷ đồng vào năm 2016. Đáng chú ý, trong năm 2015 BSR chi cho hoạt động khá lớn khi BSR giảm vay nợ đồng thời thực hiện chi trả nợ gốc vay 47.474 tỷ đồng và chia cổ tức 1.800 tỷ đồng.

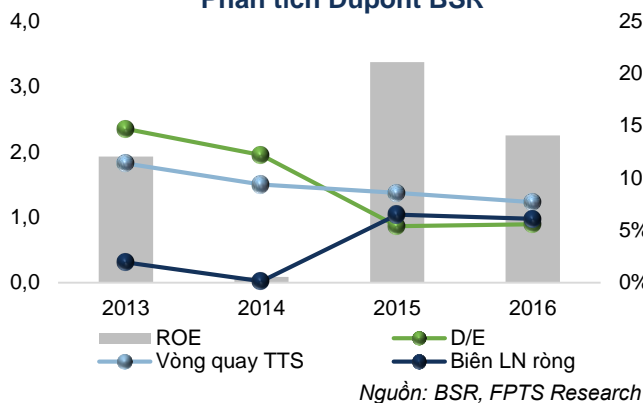
6. Hiệu quả sử dụng vốn

ROE của BSR và nhóm tương đồng

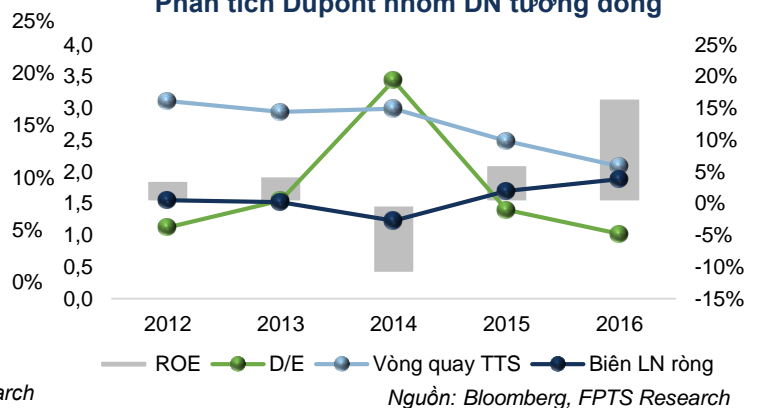


BSR có hiệu quả sử dụng nguồn vốn khá tốt với chỉ số ROE trong giai đoạn 2013-2015 có xu hướng cải thiện và đạt 21,1% vào năm 2015 và sụt giảm xuống mức 14,1% vào năm 2016. Mức ROE của BSR cao hơn so với bình quân của nhóm doanh nghiệp tương đồng⁸, tuy nhiên ROE của BSR giảm xuống mức thấp hơn nhóm tương đồng vào năm 2016, nguyên nhân là do: (1) biên lợi nhuận ròng năm 2016 giảm do giá bán các sản phẩm dầu mỏ sụt giảm; (2) vòng quay tổng tài sản của BSR giảm dần. Mặc dù ROE của BSR năm 2016 giảm nhưng vẫn đạt mức cao so với giai đoạn 2013-2014.

Phân tích Dupont BSR



Phân tích Dupont nhóm DN tương đồng



Qua phân tích Dupont của BSR và nhóm doanh nghiệp tương đồng cho thấy chỉ số ROE của BSR tương đối cao và có chuyển biến tích cực. Trong đó, nguồn lực tài chính của BSR tương đối tốt khi sử dụng đòn bẩy tài chính thấp với D/E của BSR là 0,89 và của nhóm tương đồng là 1,02. Bên cạnh đó, biên lợi nhuận ròng của BSR có những biến chuyển tích cực khi tăng từ 1,9% năm 2013 lên mức ổn định 6,1-6,5% vào giai đoạn 2015-2016. Nhưng đáng lưu ý, do việc sử dụng chưa hiệu quả tài sản nên vòng quay tài sản của BSR luôn ở mức thấp dưới mức trung bình 2,6 của nhóm doanh nghiệp tương đồng.

⁸ Nhóm doanh nghiệp tương đồng là nhóm doanh nghiệp lọc hoá dầu có quy mô nhà máy, doanh thu, tỷ suất lợi nhuận và cấu trúc vốn tương đồng với BSR. (Xem chi tiết ở phần định giá – [tại đây](#))

IV. TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Triển vọng nâng cấp mở rộng nhà máy

Về chiến lược phát triển của BSR, ngày 22/12/2014 Tập đoàn Dầu khí Việt Nam ra quyết định số 9016/QĐ-DKVN chính thức phê duyệt Dự án Nâng cấp mở rộng (NCMR) NMLD Dung Quất. Theo đó, Dự án nâng cấp mở rộng nhà máy với tổng mức đầu tư 1.813 triệu USD tương đương khoảng 38.989,6 tỷ đồng, trong đó cơ cấu vốn (vốn chủ sở hữu/vốn vay) được áp dụng là 30/70. Về phần vốn vay, BSR dự kiến lựa chọn thuê tư vấn thu xếp vốn cho Dự án dưới hình thức tín dụng xuất khẩu (ECA); vay các ngân hàng thương mại trong và ngoài nước.

Dự án dự kiến sẽ được hoàn thành vào năm 2021 và chính thức đi vào hoạt động từ năm 2022. Sau khi hoàn thành, sẽ nâng công suất chế biến dầu thô của Nhà máy từ 148.000 thùng/ngày (tương đương 6,5 triệu tấn/năm) lên 192.000 thùng/ngày (tương đương 8,5 triệu tấn/năm) và chất lượng sản phẩm đầu ra đáp ứng tiêu chuẩn EURO V. Bên cạnh đó, mức độ linh động trong việc lựa chọn dầu thô đầu vào của BSR sẽ được nâng cao, không còn phụ thuộc vào nguồn dầu thô từ mỏ Bạch Hổ đang dần tụt giảm về sản lượng.

Phân xưởng hiện hữu

Tên Phân xưởng	Công suất thiết kế hiện tại 100% (Thùng/ngày)	Khả năng vận hành ở hiện tại (% công suất)	Công suất dự kiến sau NCMR (Thùng/ngày)
CDU	148.000	110	192.000
NHT	23.500	117	23.500
CCR	21.100	100	26.200
Kerosene Treater Unit	10.000	130	15.800
RFCC	69.700	100	71.500
LPG Treater Unit	21.000	115	21.500
RFCC Naphtha Treating (NTU)	45.000	100	Idle
PRU	21.000	115	21.500
SRU (Tấn/ngày)	5	100	Idle
Isomer	6.500	117	10.200
LCO HDT	29.000	100	28.000
SRU 2 (Tấn/ngày)	13	100	Idle
Polypropylene (Tấn/ngày)	450	107	450
SWS (Tấn/ngày)	1.944	100	1.944
ARU (Tấn/ngày)	39	100	39

Phân xưởng bổ sung khi mở rộng Nhà máy

Tên Phân xưởng	Công suất thiết kế (Thùng/ngày)
NHT 2	21.200
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

Bổ sung một số phân xưởng công nghệ mới, nâng công suất của các phân xưởng công nghệ hiện hữu để nâng công suất chế biến của toàn nhà máy lên 192.000 thùng/ngày (tương đương 8,5 triệu tấn/năm).

STT	Tên sản phẩm	Đơn vị tính	Công hiện tại	Công suất sau khi NCMR
1	M92, M95, M97	Thùng/ngày	65.900	76.100
2	DO	Thùng/ngày	53200	68.500
3	FO	Thùng/ngày	7000	7.100
4	Jet A-1	Thùng/ngày	5300	15.800
5	LPG	Tấn/ngày	1018	1.006
6	Lưu huỳnh	Tấn/ngày	5	106
7	Propylen	Tấn/ngày	462	479
8	Asphalt	Tấn/ngày		6,4
Dầu thô sử dụng		Thùng/ngày	148.000	192.000

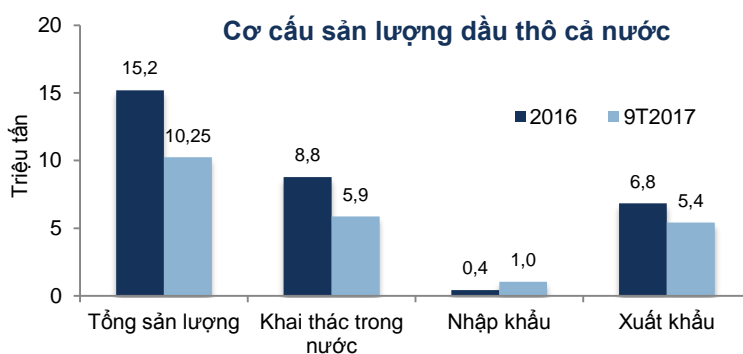
Nguồn: BSR, FPTs Research

Đáng chú ý, trong các phân xưởng công nghệ mới có phân xưởng chưng cất chân không (Vacuum Distillation Unit) sẽ tạo điều kiện để BSR sản xuất đến sản phẩm cuối cùng của lọc – hóa dầu là parafin (nhựa đường).

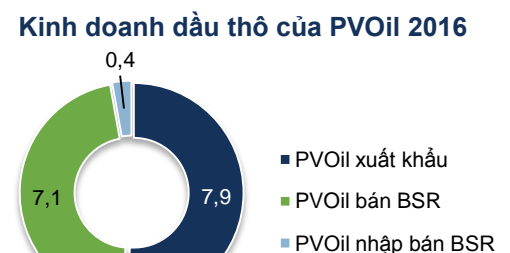
Bổ sung thêm một phao rót dầu không bền (SPM) cho phép tàu có tải trọng tới 300.000 DWT cập bến. Cảng xuất sản phẩm, nâng cấp 2 bến xa bờ cho phép xuất tàu có tải trọng tới 50.000 DWT, các bến gần bờ cho phép xuất tàu có tải trọng tới 30.000 DWT.

Bên cạnh đó, Dự án mỏ khí Cá Voi Xanh với trữ lượng 150 tỷ m3 khí có thể khai thác dự kiến đạt dòng khí đầu tiên vào cuối 2023. Việc BSR nâng cấp và mở rộng nhà máy kết hợp với nguồn khí từ mỏ khí Cá Voi Xanh sẽ giúp gia tăng sản lượng các sản phẩm hoá dầu có giá trị kinh tế cao như hạt nhựa PP, ethylene, benzene, methanol.

Đánh giá triển vọng thị trường

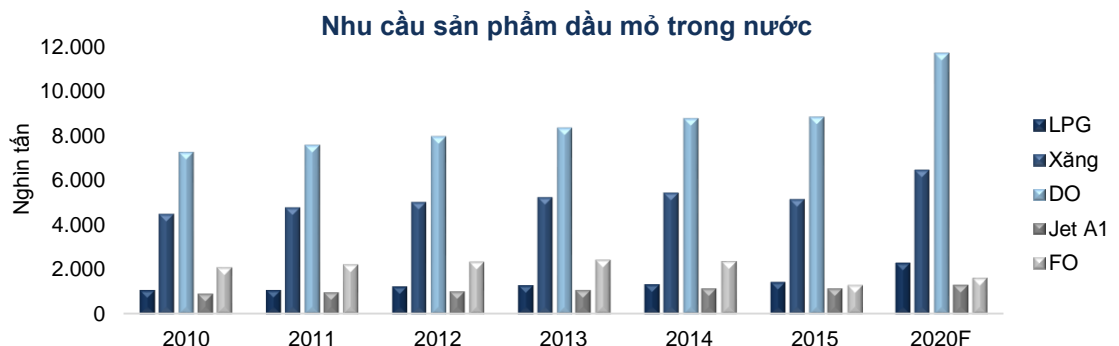


Nguồn: Tổng cục hải quan và PVN, FPTs



Nguồn: PVOil, FPTs Research

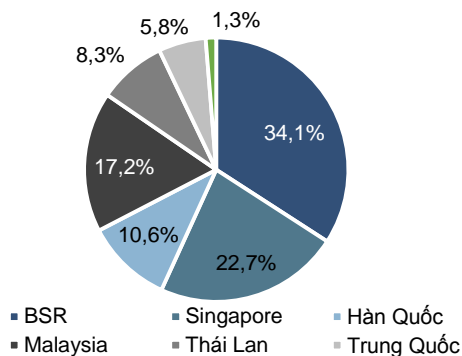
Sản lượng dầu thô cả nước trong năm 2016 khoảng 15,2 triệu tấn, trong đó sản lượng khai thác trong nước khoảng 8,8 triệu tấn chiếm 57,8% tổng sản lượng, nhập khẩu 0,4 triệu tấn chiếm 2,9% và xuất khẩu 6,8 triệu tấn chiếm 45,1%. Hiện nay nhu cầu dầu thô sản xuất của BSR khoảng 6,5-7,5 triệu tấn/năm, sau khi nâng cấp mở rộng nhu cầu này sẽ tăng lên 8,5 triệu tấn/năm, với sản lượng khai thác trong nước hiện nay đủ để cung cấp nguồn dầu thô cho BSR.



Nguồn: PVN & Danish Energy Agency, FPTs Research

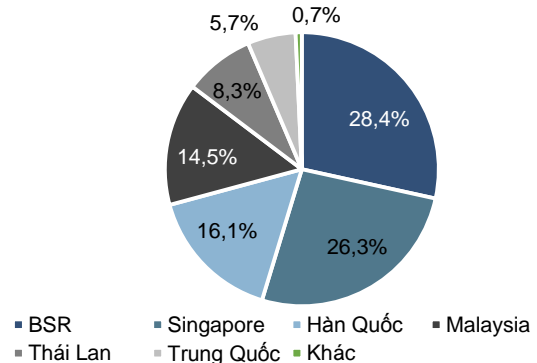
Nhu cầu sản phẩm xăng dầu trong nước hiện nay khoảng 7,8 triệu tấn vào năm 2016, nhu cầu nhiên liệu Jet A-1 khoảng 1,3 triệu tấn, LPG vào khoảng 1,45 triệu tấn và 2,5 triệu tấn nhiên liệu đốt FO. Theo dự báo đến năm 2020, nhu cầu các sản phẩm xăng dầu trong nước sẽ tăng trưởng 5,4%/năm, trong đó các sản phẩm xăng dầu sẽ tăng khoảng 4,6%/năm, nhiên liệu Jet A-1 sẽ tăng trưởng khoảng 2,6%/năm, nhu cầu LPG sẽ tăng trưởng 7,6%/năm và nhu cầu nhiên liệu FO tăng 4,5%/năm. Hiện nay, BSR chỉ đáp ứng được 34,1% nhu cầu trong nước vào năm 2016, còn lại là nhập khẩu từ các quốc gia khác trong khu vực như Singapore 22,7%, Hàn Quốc 10,6%, Malaysia 8,3%, Thái Lan 8,3% và Trung Quốc là 5,8%. Việc nâng cấp mở rộng nhà máy sẽ nâng khả năng đáp ứng nhu cầu các sản phẩm lọc dầu trong nước lên 40%.

Cơ cấu nguồn xăng dầu 2016



Nguồn: Tổng cục hải quan và BSR, FPTs Research

Cơ cấu nguồn xăng dầu 9T2017



Nguồn: Tổng cục hải quan và BSR, FPTs Research

Dự án Nhà máy lọc hoá dầu Nghi Sơn Dự án được khởi công từ tháng 7/2013. Đến nay, các hạng mục xây dựng, lắp đặt hầu hết đã hoàn thành 100%, nhà máy đã được bàn giao cho chủ đầu tư là Công ty TNHH Lọc hóa dầu Nghi Sơn (NSRP) quản lý. Theo kế hoạch, Nhà máy sẽ sản xuất ra sản phẩm thương mại đầu tiên vào quý 4/2017. Khi chuyển sang giai đoạn vận hành thương mại, mỗi tháng Công ty TNHH Lọc hóa dầu Nghi Sơn sẽ tiếp nhận tới 3 tàu dầu thô từ Công ty dầu khí KPC – Kuwait với công suất chế biến 10 triệu tấn dầu thô/năm (200.000 thùng/ngày), Liên hợp lọc hóa dầu Nghi Sơn sẽ cung cấp khoảng 40% nhu cầu thị trường xăng dầu trong nước, xuất khẩu hàng triệu tấn sản phẩm hoá dầu Benzen, Para-xylen và hạt nhựa Polypropylene.

Dự án Lọc hoá dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động sẽ tạo rủi ro cạnh tranh đối với BSR, tuy nhiên hiện nay sau khi nâng cấp mở rộng Nhà máy của BSR và Nhà máy của Nghi Sơn đi vào hoạt động thì tổng công suất sản xuất các sản phẩm xăng dầu cả nước tăng lên 18,5 triệu tấn/năm vẫn chỉ đáp ứng được 70-80% nhu cầu trong nước, do đó sự cạnh tranh của Nghi Sơn và BSR không quá khốc liệt.

V. RỦI RO ĐẦU TƯ

• Rủi ro nguồn cung dầu thô

Công nghệ lọc dầu của Nhà máy Dung Quất hiện nay chỉ có khả năng chế biến và sản xuất các sản phẩm xăng dầu từ nguồn dầu thô ngọt nhẹ, trong đó khoảng 60% tổng lượng dầu thô nguyên liệu của BSR từ mỏ Bạch Hổ. Theo dự báo, trữ lượng khai thác dầu thô của mỏ Bạch Hổ đang có dấu hiệu suy giảm sau 31 năm khai thác. Hiện nay, BSR đang tiếp tục thực hiện các nghiên cứu phát triển để đa dạng hóa các nguồn dầu thô có thể chế biến, nâng cao khả năng chế biến dầu thô và bổ sung thêm một phân xưởng xử lý lưu huỳnh (SRU). Dự kiến sau khi nâng cấp mở rộng, Nhà máy có khả năng chế biến được lên 200 loại dầu thô và tỷ lệ phối trộn sẽ giảm dần tỷ trọng dầu ngọt nhẹ. Tuy nhiên, sự thiếu hụt về nguồn cung nguyên liệu dầu thô và sự gia tăng về chi phí nguyên vật liệu đầu vào do giá dầu hồi phục sẽ có ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của BSR về sản lượng sản xuất cũng như doanh thu và lợi nhuận của công ty.

- **Rủi ro giá sản phẩm đầu ra**

Nguyên liệu đầu vào của Nhà máy lọc hóa dầu của BSR là dầu thô, đây là mặt hàng thường có biến động lớn về giá cả do tác động của các yếu tố kinh tế, chính trị và cung cầu thị trường. Bên cạnh đó, giá bán các sản phẩm đầu ra của BSR chủ yếu là xăng và dầu (chiếm trên 85% doanh thu), cũng chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi biến động của giá dầu mỏ. Do đó, sự biến động giá các sản phẩm đầu ra này có thể có tác động tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh và tình hình tài chính của BSR.

- **Rủi ro nhà cung cấp dịch vụ**

Hiện nay PVOil là đại diện PVN cung cấp dầu thô cho BSR và được PVTrans vận chuyển đến cảng nhập dầu thô của Nhà máy. PVOil, PVTrans và BSR cùng là các đơn vị cùng trực thuộc PVN, điều này giúp BSR có chất lượng dịch vụ ổn định. Tuy nhiên, PVOil là đơn vị duy nhất thực hiện cung ứng dầu thô cho các đơn vị sản xuất xăng dầu trong nước. Tương tự, PVTrans là đơn vị vận chuyển phần lớn dầu thô và các sản phẩm xăng dầu cho các Nhà máy lọc dầu tại Việt Nam. Do đó, trong trường hợp hoạt động của PVOil và PVTrans bị gián đoạn hoặc các thỏa thuận giữa BSR và các đơn vị này bị trì hoãn, sẽ có những ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động sản xuất kinh doanh của BSR.

- **Rủi ro bản quyền công nghệ**

Các phân xưởng chính của Nhà máy sử dụng bản quyền công nghệ của các nhà cung cấp khác trên thế giới như phân xưởng NHT/CCR/IZOM (Công ty Honeywell UOP, Mỹ), phân xưởng RFCC/LCO-HDT (Công ty AXENS, Pháp), phân xưởng KTU/LTU/NTU/CNU (Công ty Merichem, Mỹ) và phân xưởng PP (Công ty MCI, Nhật Bản). Việc phụ thuộc vào bản quyền của các đơn vị bên ngoài sẽ là rủi ro cho BSR về việc làm chủ và bảo vệ bản quyền công nghệ sản xuất, có thể gây ra những tác động tiêu cực tới hoạt động sản xuất và kết quả kinh doanh của BSR.

- **Rủi ro khả năng nâng cấp mở rộng Nhà máy**

Hiện tại, BSR dự kiến sẽ thực hiện dự án nâng cấp mở rộng Nhà máy để tăng công suất, đồng thời nâng chất lượng sản phẩm từ mức 2 và 3 lên mức 4 và 5, với tổng vốn đầu tư khoảng 1,8 tỷ USD. Việc thực hiện nâng cấp và mở rộng nhà máy có nhiều rủi ro tiềm ẩn cả về tài chính lẫn hoạt động như BSR phải tạm dừng sản xuất từ 40-60 ngày để thực hiện công đoạn nâng cấp nhà máy cũ. Bên cạnh đó, chi phí đầu tư thực tế có thể phát sinh cao hơn so với chi phí dự kiến, sẽ ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của dự án trong tương lai.

- **Rủi ro tỷ giá hối đoái**

Đến thời điểm cuối tháng 09/2017, BSR vẫn còn dư nợ vay dài hạn khoảng 427 triệu USD tương đương gần 10.000 tỷ đồng. Do đó, sự biến động tỷ giá có thể gây ảnh hưởng đến chi phí tài chính của BSR (lỗ tỷ giá thông qua đánh giá lại các khoản vay bằng ngoại tệ) và dẫn tới ảnh hưởng đến tình hình tài chính và hoạt động kinh doanh của công ty.

- **Rủi ro về chính sách đối với thị trường xăng dầu nội địa**

Những thay đổi của chính sách nhà nước về thuế nhập khẩu xăng dầu sẽ gây ảnh hưởng nhiều đến hoạt động kinh doanh của BSR. Trong trường hợp có thay đổi đáng kể về thuế nhập khẩu xăng dầu, sản phẩm nhập khẩu có khả năng sẽ có giá thành cạnh tranh hơn so với của BSR và gây ảnh hưởng đến tình hình kinh doanh của BSR. Ngoài ra, sản phẩm chính của công ty là xăng dầu hiện đang phải chịu các loại thuế khác như thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế bảo vệ môi trường. Do đó, sự gia tăng các loại thuế này có thể làm tăng giá bán dẫn đến làm giảm tiêu thụ các sản phẩm của BSR.

- **Rủi ro về sự tập trung sở hữu cổ phiếu**

Theo công bố, BSR chỉ chào bán khoảng 7,79% lượng cổ phiếu của công ty trong đợt chào bán này. Ngoài ra, công ty mẹ của BSR là PVN dự kiến sẽ nắm giữ 43%, còn lại 49% để chào bán cho cổ đông chiến lược. Như vậy, với giả định là việc chào bán diễn ra thành công, hai cổ đông lớn là PVN và cổ đông chiến lược trong tương lai sẽ nắm giữ ít nhất là 92% tổng số cổ phiếu của BSR. Do đó, các quyền điều hành doanh nghiệp sẽ tập trung chủ yếu bởi cổ đông lớn là PVN và các cổ đông chiến lược nếu chào bán thành công. Điều này có thể làm giảm khả năng gây ảnh hưởng đến các vấn đề điều hành doanh nghiệp của các nhà đầu tư.

VI. ĐỊNH GIÁ

Nhóm doanh nghiệp tương đồng với BSR về lọc hóa dầu trong khu vực

STT	Công ty	Quốc gia	Công suất thiết kế (thùng/ngày)	Doanh thu 2016 (triệu USD)	Biên lợi nhuận ròng 2016	ROE 2016	D/E 2016
1	PETRON CORP	Philippines	180.000	7.244	2,9%	6,8%	192%
2	PILIPINAS SHELL PETROLEUM	Philippines	110.000	2.881	5,4%	25,2%	50%
3	BANGCHAK CORP PCL	Thái Lan	120.000	4.102	3,3%	12,7%	90%
4	STAR PETROLEUM REFINING PCL	Thái Lan	150.000	4.396	5,6%	22,2%	15%
5	MANGALORE REFINERY & PETRO	Ấn Độ	199.000	6.073	2,1%	14,6%	194%
6	ESSO THAILAND PCL	Thái Lan	185.500	4.280	4,4%	38,5%	111%
7	PETRON MALAYSIA REFINING & M	Malaysia	88.000	1.838	3,1%	22,1%	26%
8	CÔNG TY LỌC HÓA DẦU BÌNH SƠN	Việt Nam	148.000	3.246	6,0%	14,1%	89%
So sánh tương đồng			100,3%	73,7%	156,1%	80,6%	87,0%

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

STT	Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EPS trailing 12T	P/E thị trường theo quốc gia	P/E trailing 12T	P/E trailing 12T điều chỉnh ⁽⁹⁾
1	PETRON CORP	Philippines	1.765	423	22,8	10,8	8,9
2	PILIPINAS SHELL PETROLEUM	Philippines	1.963	2.267	22,8	14,9	12,4
3	BANGCHAK CORP PCL	Thái Lan	1.724	3.085	18,2	10,0	10,3
4	STAR PETROLEUM REFINING PCL	Thái Lan	2.258	1.383	18,2	8,4	8,7
5	MANGALORE REFINERY & PETRO	Ấn Độ	3.564	6.709	24,4	5,4	4,2
6	ESSO THAILAND PCL	Thái Lan	1.876	1.292	18,2	6,9	7,2
7	PETRON MALAYSIA REFINING & M	Malaysia	913	8.499	17,6	6,6	7,1
BÌNH QUÂN				4.989		8,4	8,7
CÔNG TY LỌC HÓA DẦU BÌNH SƠN				2.125	18,9	8,4	8,7

GIÁ TRỊ HỢP LÝ
18.500 đồng/CP

⁹ P/E điều chỉnh về thị trường Việt Nam

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu BSR nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi, quận
Tây Hồ, Tp. Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà 136 – 138 Lê Thị
Hồng Gấm, Q.1, Tp. Hồ Chí Minh,
Việt Nam
ĐT: (84.8) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang,
Quận Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt
Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888