

## Khuyến nghị

## MUA

Giá đầu khởi điểm (VND) **14.600** (17/01/18)  
 Giá mục tiêu (VND) **24.000** (+64%)

**Thời gian đầu tư** TRUNG HẠN

### Thông tin cổ phiếu

Ngành Lọc – Hóa dầu  
 Vốn hóa (tỷ đồng) 31.000  
 Số lượng CP lưu hành 3.100.000.000

### Cơ cấu Cổ đông (%)

Nhà nước 43%  
 Nhà đầu tư chiến lược 49%  
 Nhà đầu tư khác 8%

### Tổng quan chung

Công ty TNHH Một thành viên Lộc - Hóa Dầu Bình Sơn (BSR) là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành lọc dầu của Việt Nam, được thành lập năm 2008 với mục đích vận hành và quản lý nhà máy lọc dầu Dung Quất.

Hiện BSR cung cấp 1/3 lượng dầu tiêu thụ tại Việt Nam và đang lên kế hoạch nâng công suất từ 6,5 triệu tấn/năm lên 8,5 triệu tấn/năm vào năm 2021/2022.

#### Kế hoạch IPO và thoái vốn

BSR dự kiến sẽ tổ chức phiên đấu giá vào ngày 17/1. Trước đó, từ ngày 15/12/2017, BSR sẽ công bố Các tài liệu liên quan đến đợt IPO này.

Theo phương án cổ phần hóa, BSR có vốn điều lệ dự kiến hơn 31.000 tỷ đồng, tương ứng với 3,1 tỷ cổ phần. Trong đó, nhà nước sẽ nắm giữ 43% cổ phần, chào bán bán 49% cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược, đấu giá công khai 241,6 triệu cổ phần, tương đương 7,8% vốn điều lệ và bán ưu đãi cho nhân viên 6,5 triệu cổ phần.

Với giá khởi điểm 14.600 đồng, vốn hóa thị trường và lượng cổ phiếu đấu giá của Lọc dầu Dung Quất có giá trị lần lượt là 45.300 tỷ đồng (2 tỷ USD) và 3.500 tỷ đồng.

## Tiềm năng tăng trưởng

● **Giá dầu trên thế giới đang trên đà hồi phục.** Sau những căng thẳng về chính trị và những động thái cắt giảm sản lượng của Opec, giá dầu đang trên đà hồi phục. Hiện giá dầu đang ở mức 57 USD/thùng và dự báo đến năm 2020 sẽ còn tăng trên mức 65 USD/thùng. Giá nguyên liệu đầu vào và giá bán các sản phẩm lọc hóa dầu luôn diễn biến song hành, tuy nhiên độ chênh giữa giá bán và giá nguyên liệu đầu vào tăng nhẹ theo xu hướng tăng của giá dầu, tác động tích cực đến lợi nhuận gộp của BSR.

● **Được hưởng nhiều ưu đãi của Nhà nước.** Nhà nước đang có chủ trương phát triển ngành công nghiệp Lọc-Hóa dầu vì đây là ngành có đem lại nhiều giá trị gia tăng cũng như nhu cầu trong nước rất lớn. Hiện nay ở nước ta, BSR đang là doanh nghiệp duy nhất trong ngành này nên được hưởng rất nhiều ưu đãi như: (1) được nhà nước bao tiêu đầu ra, (2) tự chủ về giá bán và (3) được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp 5% đến hết năm 2022.

● **Nguồn cung nguyên liệu trong nước lớn, chi phí vận chuyển thấp.** BSR đang sử dụng nguồn nguyên liệu chủ yếu từ trong nước, đặc biệt là mỏ Bạch Hổ với trữ lượng dầu ngọt nhẹ lớn. Điều này đem lại cho BSR lợi thế về chi phí vận chuyển thấp, chi phí xử lý dầu ngọt nhẹ thấp và hiệu quả hơn.

● **Nhu cầu sử dụng sản phẩm dầu khí tiếp tục tăng, tiềm năng tăng trưởng còn lớn.** Dự báo đến năm 2020, Châu Á sẽ thiếu hụt một lượng lớn các sản phẩm chưng cất xăng như Jet A1 hay dầu Diesel DO. Đồng thời, nhu cầu sử dụng xăng dầu trong nước từ nay đến năm 2020 sẽ tăng 20%, đến năm 2025 sẽ tăng 50%. Nguồn cung sản phẩm lọc hóa dầu trong nước vẫn đang thiếu hụt, phải đi nhập khẩu nước ngoài; hứa hẹn tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn cho BSR.

## Rủi ro đầu tư

● **Nguyên liệu đang phụ thuộc vào một mỏ chính.** Nguồn nguyên liệu sản xuất hiện có BSR là dầu thô được cung cấp chủ yếu bởi mỏ Bạch Hổ, đã bắt đầu khai thác từ năm 1986 và đang có dấu hiệu giảm mạnh trữ lượng. Chính vì thế mà mới đây, BSR đã phải kí kết với 2 nhà cung cấp từ Singapore cung cấp dầu thô. Việc nhập khẩu nguyên liệu sẽ bất lợi về giá thành hơn nhiều so với việc nhập nguyên liệu trong nước.

● **Dư cung các sản phẩm lọc hóa dầu.** Opec dự báo toàn cầu sẽ dư cung 2,5 triệu thùng/ngày năm 2020. Điều này xuất phát từ việc nhiều nước trên thế giới, đặc biệt là châu Á đang đầu tư mạnh vào các nhà máy Lọc-Hóa dầu. Việc dư cung này sẽ tác động tiêu cực đến sự tăng của giá dầu.

● **Liên tục đầu tư mở rộng.** BSR đang chuẩn bị cho dự án mở rộng NMLD Dung Quất cùng nhiều dự án khác. Chi phí đầu tư được dự báo sẽ rất lớn, BSR phải đi vay khoảng 70%, là trở ngại lớn cho thanh khoản của công ty cũng như việc những năm tiếp theo phải trả nợ và lãi vay.

● **Cạnh tranh trong nước tăng.** trước mắt năm 2018 sẽ là NMLD Nghi Sơn ở Thanh Hóa sẽ đi vào hoạt động. Trong tương lai sẽ là NMLD Long Sơn (Bà Rịa – Vũng Tàu), NMLD Vũng Rô (Phú Yên), NMLD Nam Vân Phong (Khánh Hòa). Thị phần của BSR chắc chắn sẽ bị ảnh hưởng ít nhiều.

● **Chính sách ưu đãi giảm dần theo thời gian.** BSR chỉ được hưởng thuế suất ưu đãi 5% đến năm 2022 hay miễn thuế thuê đất. Trong tương lai, khi có nhiều NMLD đi vào hoạt động, cũng như những cam kết FTAs về thuế là thách thức không nhỏ trong dài hạn với BSR trong việc tìm đầu ra cũng như cạnh tranh giá thành sản phẩm.



### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2014	2015	2016	F2017
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	128.000	95.036	73.598	83.000
% tăng trưởng	-17,5%	-25,8%	-22,6%	12,7%
LNST Cty mẹ (tỷ đồng)	620	6.170	4.990	7.400
% tăng trưởng	-78,9%	895%	-19,2%	48%
Tỷ suất LNST(%)	0,5%	6,5%	6,7%	8,9%
ROA	%	10%	8%	13%
ROE	%	21%	15%	24%
EPS (VND)	200	1.990	1.609	2.387
Book Value (VND)	8.723	10.001	10.440	10.945
P/E (lần)(*)				

(Nguồn: BSR, DNSE tổng hợp và ước tính)

### Tổng quan về công ty

Công ty TNHH Một thành viên Lọc - Hóa Dầu Bình Sơn (BSR) là đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam được giao trách nhiệm tiếp nhận, quản lý, vận hành Nhà máy lọc dầu (NMLD) Dung Quất, giữ vai trò tiên phong và đặt nền móng cho sự phát triển ngành công nghiệp lọc hóa dầu Việt Nam, đồng thời là nơi đào tạo nguồn nhân lực chất lượng cao trong lĩnh vực này.

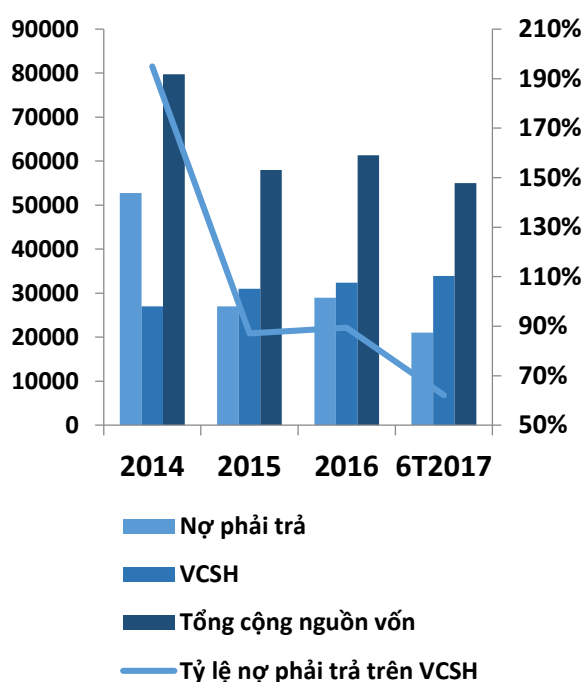
### Là doanh nghiệp duy nhất trong ngành

BSR hiện là doanh nghiệp duy nhất trong lĩnh vực Lọc-Hóa dầu của nước ta. BSR đang được nhà nước hết sức quan tâm và luôn được ưu tiên đầu tư phát triển. Việc phát triển lĩnh vực Lọc-Hóa dầu không chỉ đem lại nguồn lợi kinh tế, mà còn giúp giảm chi ngoại tệ cho việc nhập khẩu xăng dầu cũng như các sản phẩm chế biến từ dầu như nhựa đường, PP, ...

### Tình hình tài chính thuận lợi

Tính đến cuối năm 2016, tổng tài sản của BSR đạt hơn 61.300 tỷ đồng và dự kiến sẽ tăng mạnh trong những năm tới khi triển khai dự án Nâng cấp mở rộng.

Năm 2016, tổng lãi vay mà BSR phải chi trả là 605 tỷ đồng, giảm 63% so với năm 2011. Và trong 6 tháng đầu năm 2017, lãi vay giảm tiếp 18% so với cùng kỳ 2016.



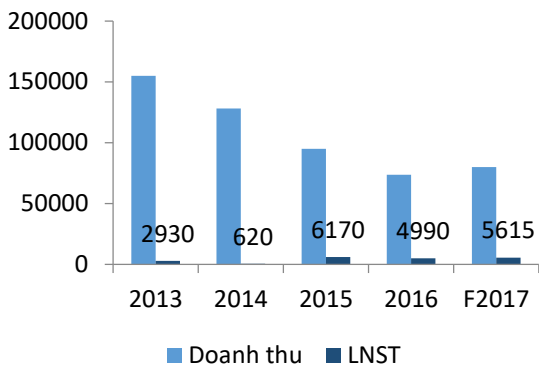
Vốn chủ sở hữu của BSR được cải thiện đáng kể qua từ năm. Tính đến hết tháng 6 năm 2017, vốn chủ sở hữu của BSR đã lên tới 33.931 tỷ đồng.

Tính đến cuối quý II/2017, số dư tiền và các khoản tương đương tiền của BSR đạt 15.179 tỷ đồng, chiếm 28% tổng tài sản, đem lại 600-700 tỷ đồng tiền lãi mỗi năm cho BSR. Lượng tiền lớn cùng với dòng tiền hoạt động kinh doanh giúp BSR đáp ứng nhu cầu trả nợ, đảm bảo khả năng thanh toán, đầu tư mở rộng sản xuất.

**Tình hình sản xuất kinh doanh**

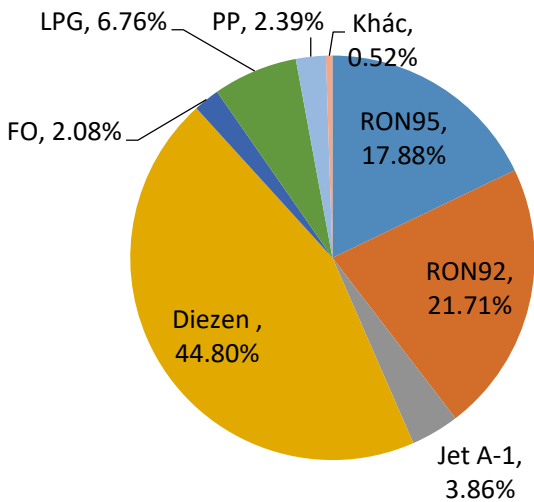
Doanh thu, lợi nhuận sau thuế của BSR luôn được giữ ổn định ở mức cao. Duy chỉ có năm 2014, khi mà giá dầu chạm đáy kỷ lục cũng là lúc mà BSR lợi nhuận thấp nhất, một phần do trích lập dự phòng tồn kho xăng dầu mặc dù doanh thu vẫn vượt mức 120.000 tỷ đồng.

11 tháng năm 2017, BSR có sản lượng sản xuất trên 5,57 triệu tấn, vượt 9% kế hoạch năm. Tổng doanh thu đạt hơn 71 ngàn tỷ đồng, vượt 16% kế hoạch năm. Nộp ngân sách nhà nước trên 9.060 tỷ đồng.

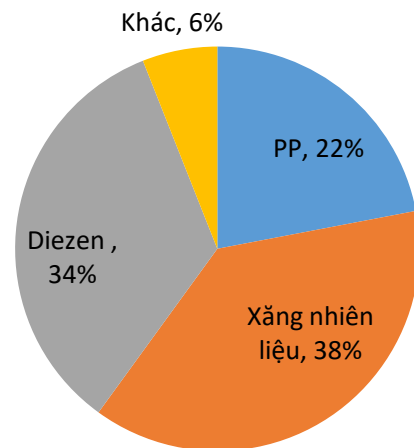


**Cơ cấu sản phẩm (đơn vị: nghìn tấn/năm) & Cơ cấu lợi nhuận (Tỷ đồng)**

**Cơ cấu sản phẩm**

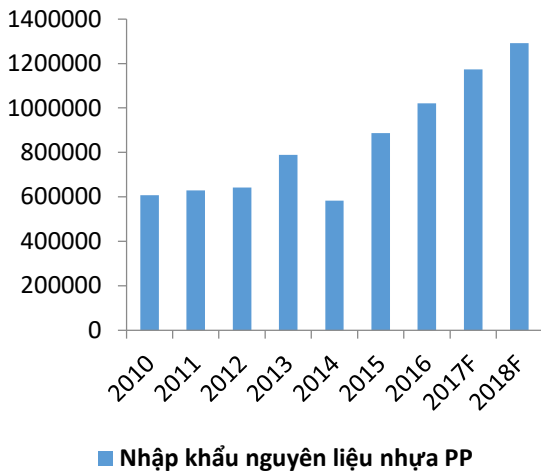


**Cơ cấu lợi nhuận**



BSR luôn duy trì cơ cấu sản phẩm khoảng 40-45% 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. Từ năm 2015, doanh thu của hai sản phẩm xăng truyền thống là Ron92 và Ron95 đã chiếm đến 46% doanh thu, trở thành dòng sản phẩm có doanh thu lớn nhất của Công ty.

**Tình hình nhập khẩu nguyên liệu nhựa PP của Việt Nam (tấn/năm)**



**Tình hình sản xuất kinh doanh nhựa PP**

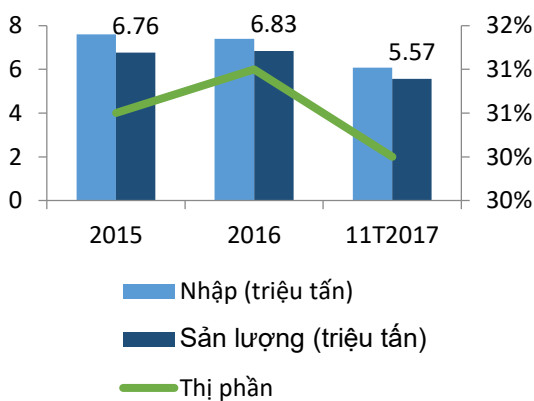
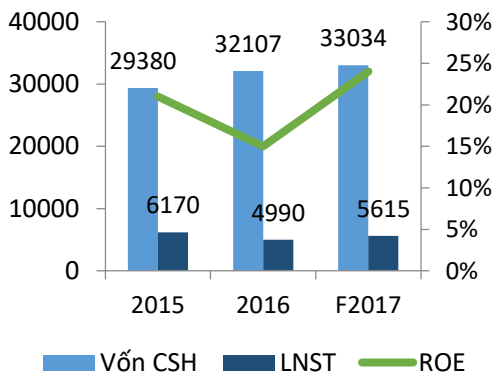
Nhựa PP là nguyên liệu đầu vào vô cùng quan trọng cho ngành công nghiệp nhựa của Việt Nam. Hiện nay BSR vẫn là đơn vị duy nhất sản xuất và cung ứng nguồn nguyên liệu này.

Hàng năm, sản lượng nhựa PP mà BSR sản xuất và cung ứng ra thị trường khoảng 150.000 tấn/năm trong khi nhu cầu thị trường lên tới 1,2 triệu tấn/năm và dự kiến hàng năm sẽ tăng thêm khoảng 15%, hứa hẹn một cơ hội lớn cho BSR mở rộng sản xuất sản phẩm này.

Doanh thu hàng năm của sản phẩm nhựa PP mang lại cho BSR khá khiêm tốn chỉ khoảng 4-5% tổng doanh thu nhưng lại đóng góp tới hơn 20% lợi nhuận hàng năm của BSR, chiếm tỷ trọng cao trong tổng lợi nhuận.

**ROE**

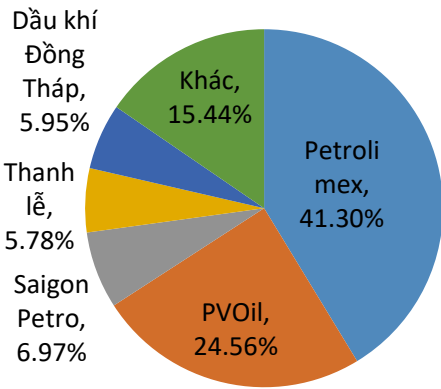
Dù giá dầu trên thị trường tụt giảm mạnh nhưng BSR vẫn giữ vững hoạt động hiệu quả. Tỷ suất lợi nhuận/vốn chủ sở hữu (ROE) của công ty qua các năm rất cao. Cụ thể, ROE năm 2015 là 21% (lợi nhuận sau thuế là 6.000 tỷ đồng); năm 2016 là 15% (lợi nhuận sau thuế là 5.000 tỷ đồng). Riêng 11 tháng đầu năm 2017, ROE đạt 21,12 %; Tỷ suất lợi nhuận sau thuế/doanh thu (ROS) đạt 10,56 %. Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản ROA là 11.9%



**Thị phần**

Thị phần của BSR luôn được duy trì ở mức trên 30% trong nhiều năm nay. Tính riêng 11 tháng đầu năm 2017, BSR đã nhập vào 6,08 triệu tấn dầu thô, sản lượng sản xuất ra đạt 5,57 triệu tấn.

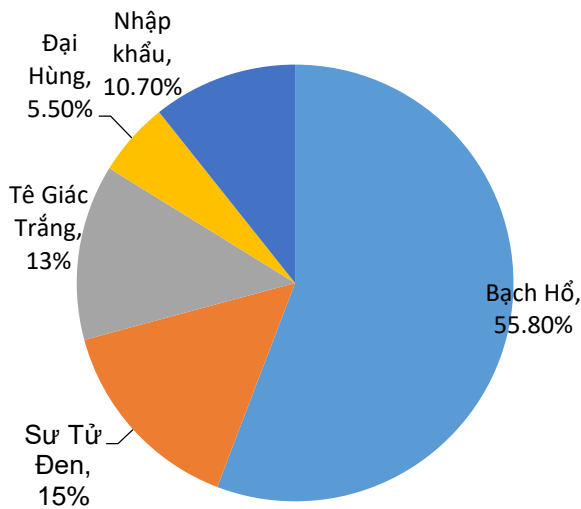
Tuy nhiên trong dài hạn khi NMLD Nghi Sơn đi vào hoạt động cũng như nhiều NMLD khác, thị phần trong nước của BSR ước tính sẽ giảm xuống 27% tuy nhiên sản lượng tiêu thụ không vì đó mà giảm đi khi cầu trong nước còn tăng mạnh hơn nữa.



### Cơ cấu khách hàng

Những khách hàng lớn của BSR vẫn là các tập đoàn dầu khí lớn trong nước như Petrolimex hay PVOil.

Đây đều là những khách hàng ổn định, có hợp đồng mua bán dài hạn với BSR. Đặc biệt Petrolimex đã ký kết thỏa thuận hợp tác dài hạn với BSR, cam kết sử dụng và tiêu thụ tối đa các sản phẩm Lọc-Hóa dầu của BSR.



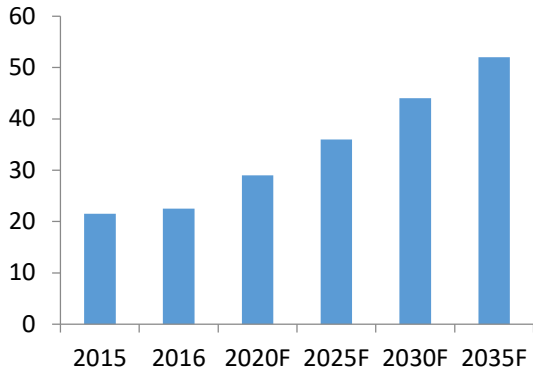
### Nguồn cung dầu thô

Nguồn cung dầu thô của BSR chủ yếu vẫn đến từ mỏ Bạch Hổ. Mỏ dầu Bạch Hổ được đưa vào khai thác từ năm 1986, đang có dấu hiệu trữ lượng bị sụt giảm mạnh. Ngoài ra nguồn cung dầu thô của BSR còn đến từ một vài mỏ khác.

Để đảm bảo cho nguồn nguyên liệu đầu vào chính là dầu thô trong bối cảnh mà trữ lượng của mỏ Bạch Hổ đang có dấu hiệu sụt giảm, Nhà máy Lọc dầu (NMLD) Dung Quất đã ký kết với 2 tập đoàn của Singapore là Glencore Singapore và SOCAR Trading S.A. để cung cấp dầu thô dài hạn cho nhà máy.

Giai đoạn 1 từ 2017-2021 (thời gian mở rộng nâng cấp NMLD Dung Quất) cung cấp 2 triệu thùng dầu thô/tháng gồm 57 loại dầu thô. Giai đoạn 2 từ 2021-2025 cung cấp 3 triệu thùng dầu thô/tháng.

Nhu cầu sử dụng sản phẩm lọc hóa dầu của Việt Nam (nghìn tấn)



Giá dầu thô (USD)



## Tiềm năng tăng trưởng

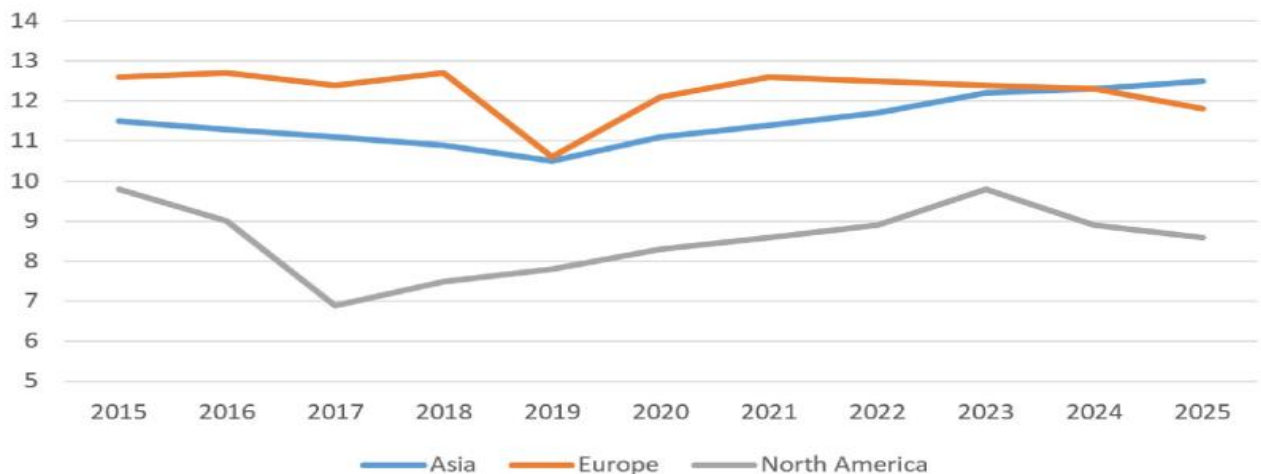
### 1. Nhu cầu sử dụng tăng cao

Mặc dù việc Opec cắt giảm sản lượng là do Opec dự báo toàn cầu sẽ dư cung 2,5 triệu thùng/ngày năm 2020. Tuy nhiên, Châu Á sẽ thiếu hụt trầm trọng nguồn cung các sản phẩm chưng cất như Jet A1 hay dầu Diesel DO. Đồng thời nguồn cung các sản phẩm lọc hóa dầu trong nước đang có sự thiếu hụt nặng nề, phải đi nhập khẩu từ nước ngoài. Với mức độ tiêu thụ xăng trung bình còn thấp ở nước ta khi chỉ đạt 0,21 lít/ngày/người so với mức 1,08 lít/ngày/người của Malaysia hay 0,34 lít/ngày/người của Indonesia thì trong tương lai, nhu cầu tiêu thụ xăng của Việt Nam sẽ tăng 4,6%/năm. Có thể thấy tiềm năng tăng trưởng đối với các doanh nghiệp Lọc-Hóa dầu là rất lớn.

### 2. Giá dầu thế giới đang trong giai đoạn hồi phục

Giá dầu thế giới đang có dấu hiệu phục hồi sau khi chạm đáy hồi 2015-2016. Giá dầu phục hồi là một tín hiệu tốt cho BSR khi sắp mở rộng các nhà máy lọc dầu. Mặc dù cho giá nguyên liệu đầu vào chính là dầu thô sẽ tăng nhưng việc chênh lệch giữa giá bán các sản phẩm hóa dầu và dầu thô nguyên liệu đầu vào cũng tăng theo thì doanh thu lợi nhuận mà BSR thu được cũng sẽ tăng vượt bậc.

Dự báo crack spread tại một số thị trường



Nguồn: Stratas Advisor

### 3. Crack-spread có du hướng tăng trong dài hạn.

Crack-spread là chênh lệch giữa giá bán đầu ra của từng sản phẩm với giá đầu đầu vào (USD/Barrel). Crack-spread đối với từng dòng sản phẩm của BSR phụ thuộc vào mức tham chiếu chung của thị trường cũng như phụ thuộc vào cung cầu thế giới.

Tuy nhiên, nhìn chung việc giá dầu tăng trong những năm tới sẽ làm cho chỉ số Crack-spread mở rộng và sẽ là động lực chính giúp tăng trưởng lợi nhuận gộp của BSR trong dài hạn.

Đơn vị		Công suất hiện	Công suất sau
		tại	nâng cấp
Dầu thô sử dụng	Thùng/ngày	148.000	192.000
M97, M95, M92	Thùng/ngày	65.900	76.100
JA1	Thùng/ngày	5.300	15.800
DO	Thùng/ngày	53.200	68.500
FO	Thùng/ngày	7.000	7.100
LPD	Tấn/ngày	1.018	1.006
Lưu huỳnh	Tấn/ngày	5	106
Propylene	Tấn/ngày	462	479
Asphalt	Tấn/ngày		6.4

### 4. Dự án mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất

Dự án nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất có tổng mức đầu tư lên đến 1,81 tỷ USD dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2021 và đi vào hoạt động trong năm 2022.

Công suất chế biến dầu thô của nhà máy dự kiến sẽ tăng từ 6,5 triệu tấn/năm lên 8,5 triệu tấn/năm và chất lượng sản phẩm đầu ra đáp ứng tiêu chuẩn EURO V, đáp ứng 40% nhu cầu xăng dầu trong nước.

Sau khi nâng cấp mở rộng, BSR sẽ nâng cao năng lực sản xuất các sản phẩm dầu DO, JA1 và thêm sản phẩm mới là nhựa đường. Đây được dự báo là những sản phẩm có nhu cầu cao trong tương lai.

### 5. Kinh doanh hạt nhựa PP tiếp tục đem lại lợi nhuận cao

Hiện nay, BSR là đơn vị duy nhất sản xuất và cung ứng cho thị trường sản phẩm nhựa PP. Tuy nhiên, hiện tại BSR mới chỉ đáp ứng được khoảng 12,5% nhu cầu của thị trường.

Nhựa PP là sản phẩm mang lại 20% lợi nhuận cho BSR mặc dù chỉ chiếm chưa đầy 5% tỷ trọng doanh thu, trong khi khả năng sản xuất trong nước còn hạn chế nên việc BSR chủ trương mở rộng sản xuất nhựa PP trong dự án lớn nâng cấp NMLD Dung Quất là vô cùng đúng đắn, hứa hẹn nguồn thu lợi nhuận lớn trong dài hạn.

		<b>Thuế nhập khẩu đối với sản phẩm lọc hóa dầu</b>				
<b>Thuế nhập khẩu</b>		<b>2017-2018</b>	<b>2019-2020</b>	<b>2021-2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
<b>MFNs</b>						
	Xăng	20%	10%	8%	5%	0%
	Jet A1					
	Diesel	7%	0%	0%	0%	0%
	LPD	5%	0%	0%	0%	0%
	PP	3%	3%	3%	3%	3%
	Sp Khác	0%	0%	0%	0%	0%
<b>FTAs</b>						
	Xăng	10%	10%	8%	5%	0%
	Jet A1					
	Diesel	0%	0%	0%	0%	0%
	LPD	0%	0%	0%	0%	0%
	PP	0%	0%	0%	0%	0%
	SP khác	0%	0%	0%	0%	0%

Nguồn: BSC Research

#### **6. Lợi thế về giá nhờ địa điểm và thuế.**

Do đặc thù sản xuất trong nước nên chi phí vận chuyển, bảo hiểm,... của BSR thấp hơn sản phẩm nhập khẩu cùng loại. Ví dụ như sản phẩm LPD rẻ hơn từ 33-35 USD/tấn, xăng, Jet A1, DO rẻ hơn từ 1-2 USD/thùng.

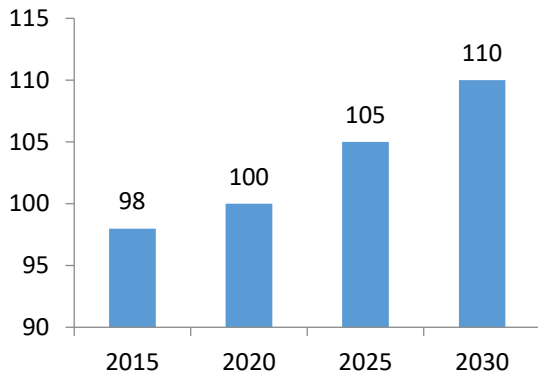
Đồng thời các sản phẩm của BSR không phải chịu thuế nhập khẩu. Từ năm 2017 BSR không còn chịu cơ chế thu điều tiết, giúp doanh nghiệp chủ động trong giá bán, có được giá bán tốt hơn cho các sản phẩm xăng dầu. Ngoài ra so với các mặt hàng nhập khẩu, BSR sẽ có lợi thế về thuế với xăng lần lượt là 10% giai đoạn 2017-2020, 8% từ 2021-2022 và đến năm 2023 sẽ còn là 5%.

Bên cạnh đó, BSR được hưởng ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp chỉ ở mức 5% cũng như miễn thuế đất đến năm 2022 sẽ giúp giá bán các sản phẩm Lọc-Hóa dầu khác của BSR tăng sức cạnh tranh đáng kể so với các sản phẩm nhập khẩu. Điều này sẽ giúp BSR tăng doanh thu lợi nhuận hàng năm lên từ 3000-4000 tỷ đồng.

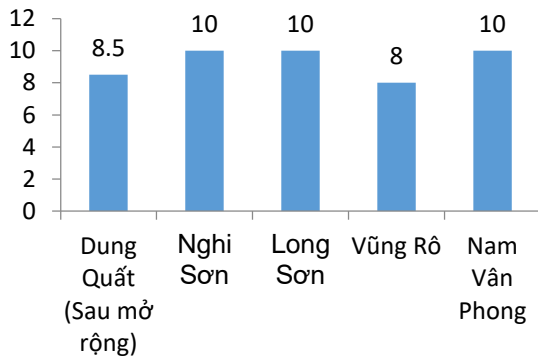
Kể từ sau 2022 khi các ưu đãi với BSR giảm dần thì nhà máy cũng đã được khấu hao gần hết, đây cũng là một lợi thế của doanh nghiệp đi đầu khi phải cạnh tranh với nhiều NMLD trong nước trong tương lai.



Tổng công suất các nhà máy lọc dầu trên thế giới (triệu thùng/ngày)



Công suất dự kiến (Triệu tấn/năm)



## Rủi ro đầu tư

### Dư cung toàn cầu

Opec dự báo toàn cầu sẽ dư cung 20 triệu thùng/ngày năm 2020. Điều này có thể gây áp lực co hẹp chỉ số Crack-spread. Đồng thời, tính cạnh tranh trong ngành công nghiệp này cũng sẽ tăng cao.

### Cạnh tranh trong nước cũng như nước ngoài dự báo sẽ tăng cao

Các nhà máy Lọc-Hóa dầu trên thế giới ngày càng tăng về số lượng cũng như công suất. Trong nước, nhiều dự án NMLD lớn cũng đang được triển khai nhưng phần lớn đều đang chậm tiến độ.

Duy chỉ có NMLD Nghi Sơn khi được đưa vào hoạt động trong năm 2018, công suất sẽ đáp ứng 50% nhu cầu của thị trường. Nghi Sơn có hợp đồng bao tiêu từ PVN. Tuy nhiên, đây cũng không phải là trở ngại quá lớn với BSR khi mà nhu cầu trong nước đến 2018 là khoảng 24 nghìn tấn/năm, vượt tổng cung của cả 2 nhà máy. Đồng thời giá bán các sản phẩm của BSR rất có tính cạnh tranh.

### Rủi ro tỷ giá, lãi suất

Dù phải chịu rủi ro tỷ giá khi đồng USD phát sinh từ khoản vay 1,26 tỷ USD cho dự án mở rộng NMLD Dung Quất nhưng khoản rủi ro này dễ dàng được bù đắp nhờ sự chênh lệch giữa giá bán thành phẩm và giá bán nguyên liệu đầu vào.

BSR hiện còn vay nợ ngân hàng 13.395 tỷ đồng nhưng nguồn vốn vay này của BSR vẫn được thanh toán theo lãi suất cố định ưu đãi 5%, giá trị khoản vay chịu rủi ro lãi suất thả nổi chỉ là 2.512 tỷ đồng, không lớn so với quy mô của BSR.

### Rủi ro thu hồi tiền từ Ocean Bank và BSR-BF

BSR-BF liên tục báo lỗ kể từ khi hoạt động. Tuy nhiên, nhà nước đã đồng ý cho BSR thoái vốn tại Công ty Cổ phần Nhiên Liệu Sinh học Dầu khí Miền Trung khi nhà máy quay trở lại hoạt động trong năm 2018.

Tổng tiền gửi 2.741 tỷ đồng của BSR tại Ocean Bank sẽ được nhà nước đảm bảo trong tương lai dù cho ngân hàng này đang ngừng hoạt động.

### Rủi ro khi các chính sách ưu đãi hết hạn

Trong dài hạn, khi các chính sách ưu đãi của nhà nước mà BSR đang được hưởng hết hạn vào năm 2022, công ty sẽ phải cải tiến công nghệ kỹ thuật, đầu tư phát triển để sản phẩm Lọc-Hóa dầu có thể đạt chất lượng quốc tế cao nhưng giá bán phải cạnh tranh, giúp BSR chiếm lĩnh được thị trường.

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

### BSR dự kiến IPO vào đầu năm 2018

BSR dự kiến sẽ tổ chức phiên đấu giá vào ngày 17/1. Trước đó, từ ngày 15/12/2017, BSR sẽ công bố Các tài liệu liên quan đến đợt IPO này.

Theo phương án cổ phần hóa, BSR có vốn điều lệ dự kiến hơn 31.000 tỷ đồng, tương ứng với 3,1 tỷ cổ phần. Trong đó, nhà nước sẽ nắm giữ 43% cổ phần, chào bán bán 49% cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược, đấu giá công khai 241,6 triệu cổ phần, tương đương 7,8% vốn điều và bán ưu đãi cho nhân viên 6,5 triệu cổ phần.

Với giá khởi điểm 14.600 đồng, vốn hóa thị trường và lượng cổ phiếu đấu giá của Lọc dầu Dung Quất có giá trị lần lượt là 45.300 tỷ đồng (2 tỷ USD) và 3.500 tỷ đồng.

### Định giá

#### Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chỉ tiêu	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>Doanh thu</b>	95.036	75.598	83.000	100.000	108.000	116.640	125.971	151.165
<b>Lợi nhuận gộp</b>	9.989	6.477	8.600	10.000	10.800	11.664	12.597	15.116
<b>EBIT</b>	6.483	5.358	8.296	8.941	9.705	10.604	11.560	13.633
<b>Lãi vay</b>	-	605	496	520	608	779	949	900
<b>LNTT</b>	6.483	4.753	7.800	8.421	9.097	9.825	10.611	12.733
<b>Thuế</b>	314	261	390	421	454	491	530	636
<b>LNST</b>	6.170	4.990	7.410	8.000	8.643	9.334	10.081	12.097
<b>EPS</b>	1.990	1.609	2.390	2.580	2.788	3.010	3.251	3.902

<b>Risk-free Rate</b>	<b>5%</b>
<b>Chi phí Vốn chủ sở hữu (Re)</b>	<b>14,3%</b>
<b>Chi phí Vốn vay (Rd)</b>	<b>5%</b>
<b>Chi phí vốn bình quân WACC</b>	<b>11,5%</b>
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>78.000 tỷ đồng</b>

Với kết quả dự phóng trong vòng 5 năm tới, chúng tôi tin rằng doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng trưởng 8% hàng năm. Đến năm 2022 khi dự án mở rộng NMLD Dung Quất kết thúc, doanh thu và lợi nhuận hàng năm của BSR sẽ tăng trưởng 20%.

Giá trị doanh nghiệp theo phương pháp FCFF ước đạt 78.000 tỷ đồng. Tương ứng với số lượng cổ phiếu sắp lưu hành là 3,1 tỷ cổ phiếu thì mức giá khuyến nghị của BSR sẽ là **25.100 đồng/cp**.

**Phương pháp P/E**
**P/E của một số công ty Lọc-Hóa dầu lớn trên thế giới**

Công ty	Quốc gia	P/E
Tập đoàn năng lượng Repsol	Tây Ban Nha	12,13
Star Petroleum	Thái Lan	8,02
China Petroleum & Chemical	Trung Quốc	10,39
Pilipinas Shell	Phillippines	12,86
Petron Malaysia	Malaysia	8,39
Mangalore Refiney	Indonesia	6,3
<b>Trung bình</b>		<b>9,7</b>

	Doanh thu	LNST	EPS	Book Value	Price
<b>2017</b>	<b>80.000 tỷ đồng</b>	<b>7.400 tỷ đồng</b>	<b>2.390</b>	<b>10.945</b>	<b>23.183</b>
<b>2018</b>	<b>100.000 tỷ đồng</b>	<b>8.000 tỷ đồng</b>	<b>2.473</b>	<b>11.465</b>	<b>24.000</b>

Dựa vào dự phóng kết quả doanh thu và lợi nhuận, chúng tôi dự báo EPS của BSR trong năm 2017 sẽ là 2.390 đồng. Giá trị sổ sách Book Value sẽ là 10.945 đồng.

Với mức P/E trung bình ngành của một số công ty Lọc-Hóa dầu lớn trên thế giới là 9,7 thì mức giá kiến nghị của BSR sẽ là khoảng **23.183 đồng/cp.**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá
<b>P/E</b>	<b>60%</b>	<b>23.183</b>
<b>FCFF</b>	<b>40%</b>	<b>25.100</b>
<b>Trung bình</b>		<b>24.000</b>

Kết hợp hai phương pháp P/E và FCFF với trọng số 60%-40% chúng tôi đưa ra mức giá khuyến nghị với BSR là **24.000 đồng/cổ phiếu.**

Trong kịch bản lạc quan P/E của BSR được thị trường trong nước định giá bằng với P/E bình quân của ngành dầu khí trên TTCK VN ở mức 19.5 giá của BSR theo P/E có thể đạt 45.200 đồng/cổ phiếu.

Với tỷ lệ định giá theo P/E và FCFF tương ứng 50% và 50%, giá của BSR có thể đạt 35.1500 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá kịch bản này là không cao.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** mã BSR cho mục tiêu đầu tư **TRUNG HẠN.**



<b>KẾT QUẢ HĐKD</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017F</b>
Doanh thu thuần	128.000	95.036	73.598	83.000
Giá vốn	124.877	85.047	67.191	74.400
Lãi gộp	3.123	9989	6407	8.600
Chi phí bán hàng	557	594	615	500
Chi phí quản lý	285	1052	834	225
DT HĐ tài chính	1.475	792	941	700
Chi phí tài chính	2.462	2.308	1.135	600
Lợi nhuận khác	53	29	25	20
LN Công ty LD, LK	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	149	6.483	4.753	7.800
Thuế TNDN hiện hành	-	314	261	390
Thuế TNDN hoãn lại	-	-	-	-
LN sau thuế	620	6170	4990	7.410
LNST cổ đông thiểu số	-	-	-	-
<b>LNST (Công ty mẹ)</b>	<b>620</b>	<b>6170</b>	<b>4492</b>	<b>7.400</b>
EBIT	-	6.483	5.358	8.296
EBITDA	-	-	-	-
<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>9T2017</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	-17,5	-25,8	-22,6	9
Lợi nhuận gộp	1,55	10,54	8,71	11,52
EBITDA	-	-	-	-
EBIT	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	-78,9	895	-19,2	12,5
Tổng tài sản	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	-	-	-	-
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
LN gộp / Doanh thu	2,4	10	8,7	12,5
LN HĐKD / Doanh thu	-	-	-	-
EBITDA / Doanh thu	-	-	-	-
EBIT / Doanh thu	-	-	-	-
LNST / Doanh thu	0,12	6,49	6,10	10,05
ROA	-	10	8	13
ROE	-	21	15	24
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay phải thu	39,90	38,99	44,38	49,76
Vòng quay HTK	34,81	32,21	35,66	46,64
V/q khoản phải trả	24,53	23,05	27,41	30,74
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	1,28	2,36	2,05	2,58
Nhanh	1,07	1,84	1,59	1,81
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	1,95	0,86	0,89	0,66
Vay NH/ Vốn CSH	-	-	-	-
Vay dài hạn/ Vốn CSH	-	-	-	-

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017F</b>
Tiền & tương đương	-	-	12.784	6.387
Đầu tư TC NH	-	-	4	4
Phải thu NH	-	-	10.494	8.423
Tồn kho	-	-	6.805	8.373
TSNH khác	-	-	-	-
<b>Tài sản NH</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>30.182</b>	<b>23.281</b>
Phải thu DH	-	-	-	-
TS cố định	-	-	31.704	29.966
TS dở dang DH	-	-	790	4.792
BĐS đầu tư	-	-	-	-
Đầu tư TC DH	-	-	11	11
TS DH khác	-	-	3	3
Lợi thế thương mại	-	-	-	-
<b>Tài sản DH</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>32.508</b>	<b>34.772</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>62.690</b>	<b>58.053</b>
Phải trả người bán	-	-	-	-
Phải trả NLĐ	-	-	-	-
Vay & nợ NH	26.334	3.885	3.852	14.111
Vay nợ dài hạn	18.123	15.488	12.625	12.804
DT chưa thực hiện	-	-	-	-
<b>Tổng nợ</b>	<b>53.813</b>	<b>28.176</b>	<b>30.117</b>	<b>26.915</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>32.573</b>	<b>31.138</b>
Vốn ĐT CSH	-	-	-	-
Thặng dư	-	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân pp	-	-	-	-
Quỹ đầu tư phát triển	-	-	-	-
Các quỹ khác	-	-	32.573	31.138
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>62.690</b>	<b>58.053</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017F</b>
Tiền thu từ bán hàng	-	-	-	-
Tiền trả người cung cấp	-	-	-	-
Tiền trả người lao động	-	-	-	-
Chi phí lãi vay	-	-	-	-
Thuế TNDN	-	-	-	-
Thu khác từ HĐKD	-	-	-	-
Chi khác cho HĐKD	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần	4.789	15.503	3.307	6.703
<b>Tiền thuần từ HĐ ĐT</b>	<b>1.073</b>	<b>324</b>	<b>499</b>	<b>14</b>
Thu/trả lại vốn góp	-	-	-	-
Vay/trả nợ gốc vay	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả	-	-	-	-
<b>Tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>4.475</b>	<b>27.331</b>	<b>3.884</b>	<b>8.276</b>
Tiền thuần trong kỳ	-	-	-	-
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>25.031</b>	<b>12.861</b>	<b>12.784</b>	<b>11.225</b>

(Đơn vị: tỷ đồng)

(Nguồn: BCTC CHP)

### Thông tin liên hệ

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ĐẠI NAM**  
**DAINAM SECURITIES JOINT STOCK COMPANY**

**TS. Đỗ Thái Hưng**

**Email: [hungdt@dnse.com.vn](mailto:hungdt@dnse.com.vn)**

Trụ sở: Tầng 5, Tòa nhà HACC1 Complex Building,

35 Lê Văn Lương, Thanh Xuân, Hà Nội

Tel: (024) 7304 7304

Fax: (024) 3200 8583

Website: [www.dnse.com.vn](http://www.dnse.com.vn)

## 1. CƠ SỞ KHUYẾN NGHỊ

Với thời hạn đầu tư dài hạn (>12 tháng), DNSE Research đưa ra khuyến nghị MUA, NẮM GIỮ hoặc BÁN dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của các cổ phiếu so sánh với tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường là 16% (\*).

Khuyến nghị MUA khi cổ phiếu dự kiến sẽ tăng tuyệt đối từ 16% trở lên, khuyến nghị BÁN khi cổ phiếu dự kiến giảm từ 8% trở lên và khuyến nghị NẮM GIỮ khi tỷ lệ sinh lợi dự kiến trong khoảng -8% đến 16%.

*\* Tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường được tính toán dựa trên lợi tức trái phiếu Chính phủ 1 năm và phần bù rủi ro thị trường sử dụng phương pháp độ lệch chuẩn của thị trường cổ phiếu.*

## 2. TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin trong báo cáo này được Công ty Cổ phần chứng khoán Đại Nam đưa ra dựa trên nguồn thông tin mà chúng tôi coi là đáng tin cậy. Tuy nhiên, DNSE không đảm bảo tính chính xác, đầy đủ và cập nhật của những thông tin này.

Các nhận định được đưa ra trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích. Các nhà đầu tư sử dụng báo cáo này như nguồn tư liệu tham khảo tự chịu trách nhiệm cho quyết định đầu tư của mình.