

## CÔNG TY CỔ PHẦN VẬN TẢI XĂNG DẦU VIPCO

### NỘI DUNG CHÍNH

- **Năm 2009 sẽ là một năm nhiều khó khăn đối với hoạt động vận tải.** Hiện nay mặt bằng giá cước vận tải biển đã giảm mạnh, mặc dù hoạt động vận chuyển xăng dầu của VIPCO tương đối ổn định về nguồn hàng do tập trung ưu tiên vận chuyển cho Petrolimex, tuy nhiên một số hợp đồng cho thuê tàu của VIPCO đã sắp hết hạn và phải ký lại trong năm nay với khả năng sẽ không đạt được mức giá cao như trước. Bên cạnh đó, việc nhà máy lọc dầu Dung Quất chuẩn bị vận hành và đi vào hoạt động sẽ ảnh hưởng đến lượng xăng dầu nhập khẩu và hoạt động vận tải của VIPCO.
- **VIPCO đang tham gia đầu tư vào lĩnh vực bất động sản và cảng biển.** Hiện nay VIPCO đang đầu tư dự án tòa nhà thương mại 43 Quang Trung và tòa nhà VIPCO-tower tại 37 Phan Bội Châu, đồng thời cũng đang tham gia đầu tư dự án cụm cảng Container - Hóa dầu Đình Vũ. Trong tương lai hoạt động cho thuê bất động sản có thể đem lại nguồn thu nhập tương đối đều đặn cho VIPCO mặc dù không lớn. Dự án cụm cảng Container - Hóa dầu Đình Vũ hiện đang trong giai đoạn khởi động nên chưa thể đánh giá chính xác hiệu quả dự án này.
- **Rủi ro từ hoạt động đầu tư tài chính.** Năm 2007 hoạt động đầu tư tài chính của VIPCO đã đóng góp một phần quan trọng vào lợi nhuận của Công ty. Tuy nhiên năm 2008 do tình hình thị trường diễn biến bất lợi, VIPCO đã phải trích lập dự phòng giảm giá chứng khoán 24 tỷ đồng. Như vậy có thể thấy đây là hoạt động tiềm ẩn những rủi ro nhất định đối với VIPCO.
- **Rủi ro tỷ giá.** VIPCO hiện còn khoản vay ngoại tệ trên 30 triệu USD tại thời điểm 31/12/2008 để mua 2 tàu Petrolimex 06 và Petrolimex 10. Do biến động tỷ giá ngoại hối, năm 2008 vừa qua VIPCO phải trích lập dự phòng chênh lệch tỷ giá gần 30 tỷ đồng. Trong thời gian tới VIPCO có thể sẽ còn tiếp tục vay ngoại tệ phục vụ cho việc đầu tư phát triển đội tàu, vì vậy rủi ro tỷ giá có thể sẽ còn gia tăng.

Giá tham khảo:	<b>16.160</b>
Giá thị trường:	9.700
Giá cao nhất 52 tuần	39.300
Giá thấp nhất 52 tuần	9.700

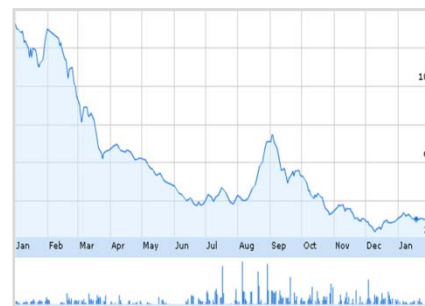
### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HOSE
Số lượng Cổ phần:	59.807.785
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	580
EPS	1.302
Giá trị sổ sách	13.065

### THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nước ngoài	9,91%
Sở hữu Nhà nước	51%
Cổ đông khác	39,09%

### ĐỒ THỊ GIÁ



### THÔNG TIN TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F
Tổng tài sản	723	690	1.554	1.446	1.887	2.115
Vốn chủ sở hữu	359	455	780	788	835	916
Doanh thu thuần	670	843	1.051	1.250	932	1.145
Lợi nhuận sau thuế	26	81	150	78	48(*)	91
ROA	4,0%	11,5%	13,3%	5,2%	2,9%	4,5%
ROE	8,6%	20,0%	24,2%	9,9%	5,9%	10,4%
EPS cơ bản	737	2.319	2.352	1.302	797	1.522
P/E (tính theo kết quả định giá)	21,94	6,97	6,46	12,41	20,29	10,62
P/B (tính theo kết quả định giá)	1,62	1,25	1,24	1,24	1,17	1,06

*Chú thích (\*): Tỷ giá 2009 được chúng tôi dự báo sẽ tăng thêm 5% - Nguồn: VIPCO, BVSC*

**GIAI ĐOẠN KHÓ KHĂN CỦA NGÀNH VẬN TẢI BIỂN**

**Suy giảm kinh tế đang diễn ra trên phạm vi toàn cầu**

**Bức tranh ảm đạm của nền kinh tế toàn cầu:** Tốc độ tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2008 khoảng 2,5%, giảm mạnh so với mức 3,8% của năm 2007 và được dự báo có thể sẽ tiếp tục giảm xuống mức 1% trong năm 2009.

**Tốc độ tăng trưởng một số nền kinh tế lớn và dự báo (%).**

	2004	2005	2006	2007	2008	Dự báo 2009		
						Bình thường	Xấu	Lạc quan
Thế giới	4,0	3,5	4,0	3,8	2,5	1,0	-0,4	1,6
Mỹ	3,6	2,9	2,8	2,2	0,8	-1,0	-1,9	-0,5
Châu Âu	2,1	1,7	2,8	2,6	1,1	-0,7	-1,5	0,3
Nhật Bản	2,7	1,9	2,4	2,1	0,4	-0,3	-0,6	0,5
Trung Quốc	10,1	10,2	11,1	11,4	9,1	8,4	7,0	8,9
Brasil	5,7	2,9	3,7	5,4	5,1	2,9	0,5	3,0

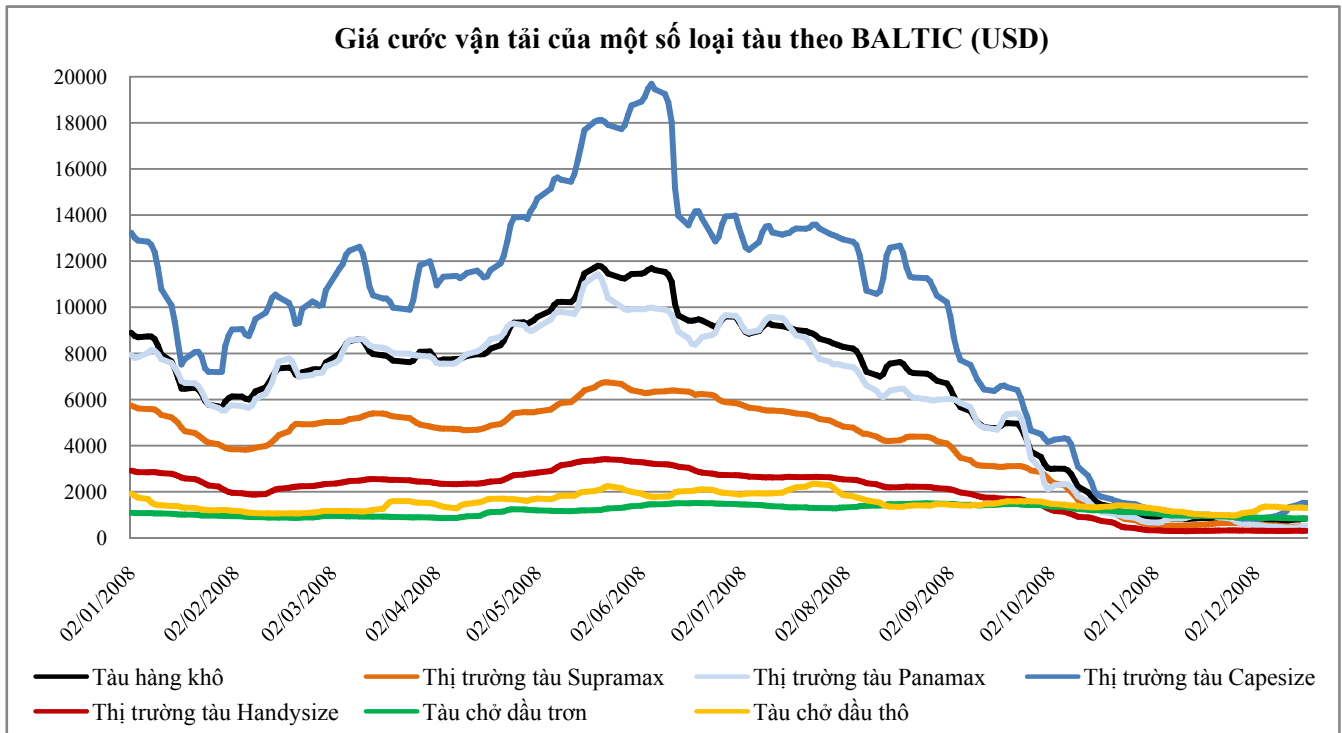
*Nguồn: United Nation*

**Giai đoạn hết sức khó khăn cho ngành vận tải biển.** Dưới tác động của suy thoái kinh tế, những tháng cuối năm 2008 ngành vận tải đã phải gánh chịu những tác động hết sức tiêu cực và dự báo năm 2009 tình trạng khó khăn vẫn sẽ tiếp diễn, đây sẽ là một năm đầy thử thách đối với các doanh nghiệp trong ngành vận tải biển.

**Doanh nghiệp vận tải lao đao vì giá cước “rơi tự do”.**

**Nguồn hàng vận tải ngày càng khan hiếm.** Do tác động của suy thoái kinh tế, nhu cầu vận chuyển hàng hóa quốc tế bằng tàu biển giảm mạnh. Trong những tháng cuối năm 2008, nhiều doanh nghiệp vận tải biển đã phải dừng chạy tàu do không tìm được nguồn hàng chuyên chở. Nhu cầu vận chuyển được dự báo vẫn sẽ còn ở mức rất thấp trong năm 2009 và có thể sẽ được cải thiện dần cùng với khả năng phục hồi của nền kinh tế vào cuối năm 2009 hoặc chậm hơn.

**Giá cước vận tải giảm mạnh.** Giá cước vận tải biển trung bình kể từ tháng 7/2008 trở lại đây đã giảm từ 50%-70% do sự suy thoái kinh tế thế giới kéo theo nhu cầu vận chuyển hàng hóa sụt giảm. Cơn bão giảm giá cước vận chuyển đã ảnh hưởng rất mạnh tới các doanh nghiệp vận tải, lợi nhuận biên của hoạt động vận tải vốn đã tương đối thấp và đa phần các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam phát triển đội tàu dựa nhiều vào nguồn vốn vay.



Nguồn: Bloomberg

**Giá dầu giảm chỉ có thể giảm bớt phần nào gánh nặng nhiên liệu cho các doanh nghiệp vận tải biển.**

**Chi phí nhiên liệu giảm không đủ để bù đắp cho phần giá cước suy giảm.**

Chi phí nhiên liệu thường chiếm 30% - 35% giá thành vận tải biển. Tính đến thời điểm tháng 12/2008, giá dầu thế giới đã giảm đến 70% so với mức kỷ lục hồi tháng 7/2008. Tuy nhiên vẫn không đủ để bù đắp lại sự sụt giảm mạnh của giá cước vận tải. Trên thực tế, rất nhiều doanh nghiệp phải cho tàu chạy dưới mức chi phí cố định để cầm cự vì điều này giúp giảm lỗ hơn so với việc dừng chạy tàu.

**Việc tăng thị phần đối với các doanh nghiệp vận tải biển là điều không dễ dàng.**

**Tại Việt Nam, hầu hết các doanh nghiệp vận tải biển đều đang rất khó khăn.** Nhiều công ty vận tải biển trong nước đã phải dừng chạy tàu và đóng bớt các tuyến vận tải do không có hàng vận chuyển. Đối với các công ty cho thuê tàu định hạn, ngay trong năm 2008 có thể tình hình bất lợi của thị trường chưa phản ánh hết ngay vào kết quả kinh doanh, tuy nhiên bước sang năm 2009 khi mà các kỳ hạn cho thuê tàu hết hạn, các công ty sẽ phải đối mặt với những khó khăn không nhỏ trong việc tìm kiếm khách hàng và thương lượng giá cước.

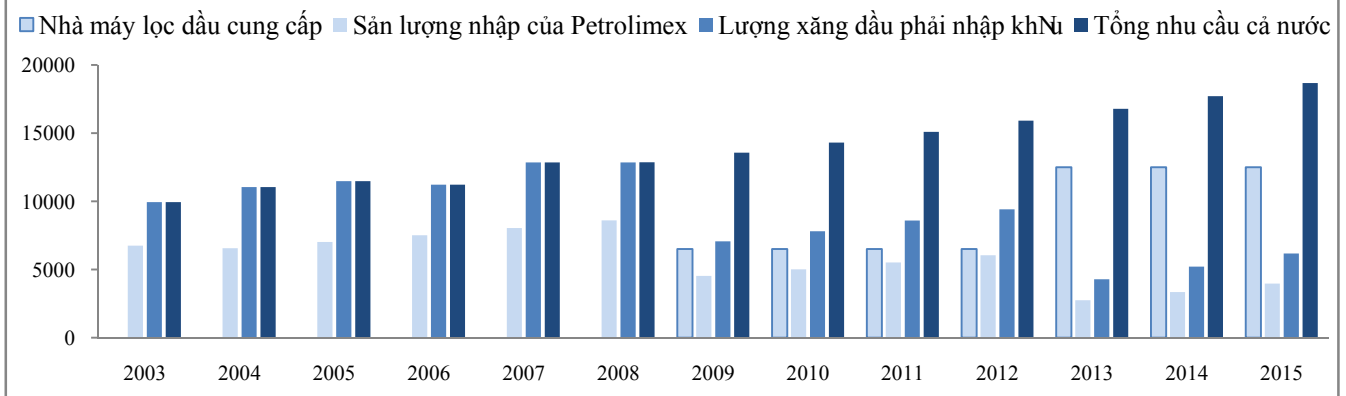
Đối với một số công ty vận tải, tình hình hoạt động kinh doanh đang trong tình cảnh hết sức khó khăn, thậm chí với một số công ty, việc duy trì được dòng tiền ổn định để đảm bảo khả năng trả các khoản nợ vay tàu vốn rất lớn đã là một điều tương đối khó khăn.

**Hoạt động vận tải xăng dầu ít chịu tác động từ suy thoái kinh tế** hơn so với một số lĩnh vực vận tải biển khác do nhu cầu vận tải xăng dầu nhập khẩu vẫn duy trì mức ổn định. Giá cước vận tải của các doanh nghiệp vận tải xăng dầu như Vipco và Vitaco có thể sẽ chịu những ảnh hưởng nhất định trong năm 2009.

Về dài hạn hoạt động nhập khẩu xăng dầu trong một vài năm tới sẽ giảm khoảng

33% do Nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ đi vào hoạt động kể từ năm 2009. Đến năm 2013, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn cũng sẽ đi vào hoạt động với công suất 10 triệu tấn/năm và nguồn cung trong nước sẽ đáp ứng được khoảng 60-70%. Với mức nhu cầu tiêu thụ xăng dầu mỗi năm tăng ổn định 5-7% thì tới năm 2013, một nửa số tàu vận tải xăng dầu viễn dương sẽ phải chuyển sang vận tải trong nước.

**Dự báo nhu cầu nhập khẩu xăng dầu đến năm 2015**



Nguồn: BVSC dự báo và tổng hợp

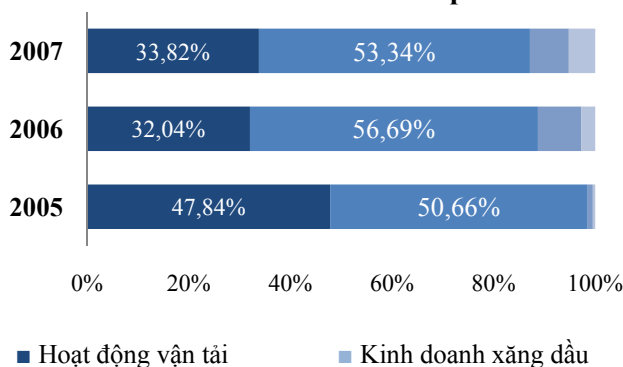
### HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH CHÍNH



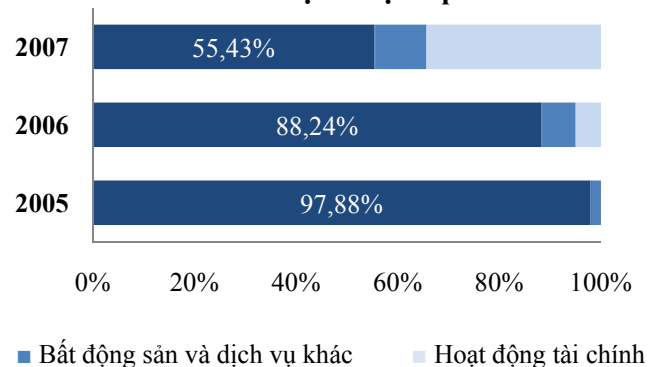
VIPCO hiện tham gia hoạt động vào một số lĩnh vực chính gồm: Hoạt động vận tải, Đầu tư tài chính, Bất động sản và Kinh doanh xăng dầu.

**1. Hoạt động vận tải biển là hoạt động chính đem lại doanh thu và lợi nhuận chính cho VIPCO.** Riêng năm 2007 VIPCO có sự đột biến về lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tài chính làm cho tỷ trọng lợi nhuận từ hoạt động vận tải giảm xuống mức 55% tổng lợi nhuận. Trong các năm không có đột biến, hoạt động vận tải luôn chiếm tỷ trọng ở mức trên 90% tổng lợi nhuận của VIPCO.

**Cơ cấu doanh thu Vipco**



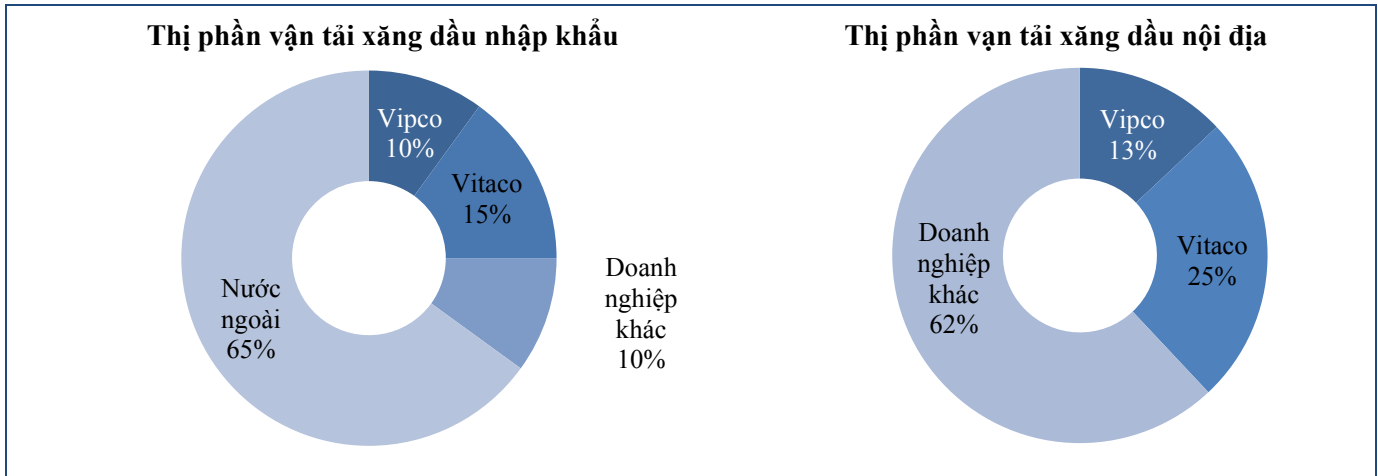
**Cơ cấu lợi nhuận Vipco**



Nguồn: Bản cáo bạch VIPCO

**Vận tải xăng dầu nhập khẩu đứng thứ hai trong cả nước.** Hiện nay, các doanh nghiệp trong nước tham gia thị trường vận tải xăng dầu nhập khẩu chủ yếu là: Vitaco (VTO), VIPCO(VIP), Vosco, Vinashin (VSP), Cửu Long & Âu Lạc. Do có lợi thế là đơn vị thành viên trực thuộc Tổng Công ty Xăng dầu Việt Nam (Petrolimex) nên VIPCO & Vitaco luôn có được nguồn hàng vận chuyển được duy trì ổn định hơn và là 2 doanh nghiệp Việt Nam chiếm thị phần vận tải xăng dầu

nhập khẩu lớn nhất cả nước.



Nguồn: Báo cáo bạch VIPCO

Đối với thị trường vận tải xăng dầu nội địa, VIPCO hiện có hai tàu Hạ Long 03 và Hạ Long 04 vận chuyển 26% nhu cầu của Petrolimex, tương đương khoảng 13% nhu cầu vận tải nội địa của cả nước. Tương lai của thị trường này sẽ được mở rộng thêm khi nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động, dự kiến có thể đáp ứng 30% nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nội địa và VIPCO cũng đang có định hướng vận tải cho nhà máy này.

**Tiếp tục đầu tư nâng cao năng lực và trẻ hóa đội tàu.** Đội tàu của VIPCO được chia làm 2 nhóm chuyên vận tải chuyên quốc tế và nội địa, trong đó vận tải viễn dương chiếm 97% trọng tải đội tàu, tương đương 107.504 DWT và vận tải nội địa chiếm 3% tương đương 3.914 DWT. Riêng đối với hai tàu là Petrolimex 02 và Petrolimex 03 do không đủ tiêu chuẩn về hàng hải quốc tế nên đến 2010, hai tàu này buộc phải chuyển sang vận tải trong nước.

**Bảng 2: Năng lực đội tàu VIPCO.**

Tên tàu	Loại tàu	Xuất xứ	Trọng tải (DWT)	Tuổi tàu (năm)
Hạ Long 03	Dầu SP	Anh	1.405	11
Hạ Long 04	Dầu SP	Nhật Bản	2.509	32
Petrolimex 02	Dầu SP	Nhật Bản	7.088	24
Petrolimex 03	Dầu SP	Nhật Bản	27.402	23
Petrolimex 06	Dầu SP	Anh	35.758	12
Petrolimex 10	Dầu SP	Hàn Quốc	37.256	5

Nguồn: Báo cáo bạch VIPCO, báo cáo thường niên VIPCO

**Xúc tiến việc đầu tư mới một số tàu vận tải.** Trong năm 2008, trước những diễn biến bất lợi của thị trường cùng với khó khăn trong việc huy động vốn, VIPCO đã kịp thời hoãn được hợp đồng đã ký trong năm 2007 để đóng mới 4 tàu chở dầu và hóa chất, trong đó 2 tàu mới có trọng tải từ 16.500 DWT và 2 tàu chở dầu và hóa chất 28.000 DWT. Năm 2009, VIPCO dự định sẽ đầu tư thêm 1 tàu 47.000DWT và 2 tàu 18.000-20.000 DWT. Theo kế hoạch đầu tư mới đội tàu thì đến năm 2010, VIPCO sẽ nâng tổng năng lực đội tàu lên 200.000

DWT.

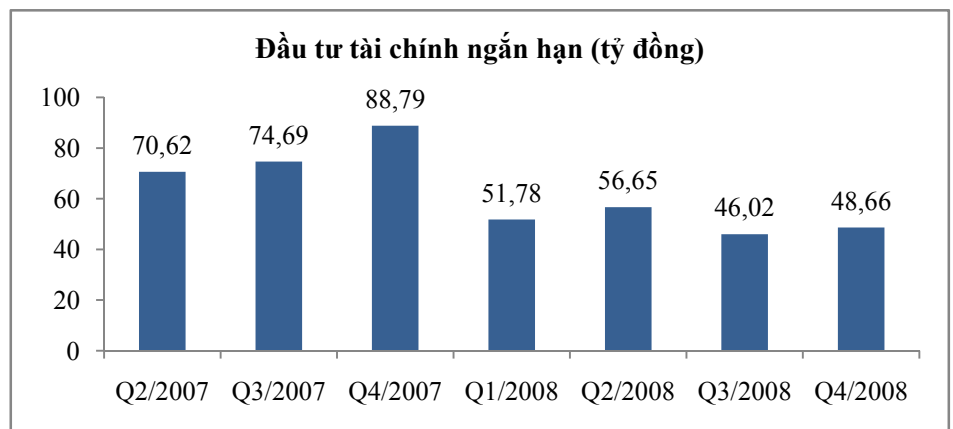
*Những hợp đồng cho thuê tàu định hạn của VIPCO tính đến cuối năm 2008 vẫn được Petrolimex giữ nguyên mức giá.*

**Mở rộng hoạt động vận tải ngoài phạm vi phục vụ Petrolimex.** Cùng với việc tăng cường năng lực vận tải đội tàu, VIPCO cũng có kế hoạch mở rộng tự khai thác thị trường vận tải xăng dầu viễn dương bên cạnh việc tiếp tục cho Tổng Công ty Xăng dầu Petrolimex thuê tàu định hạn. Năm 2007, toàn đội tàu của VIPCO được sử dụng cho Tổng Công ty thuê định hạn trừ tàu Petrolimex 10 vừa cho Tổng Công ty thuê và vừa tự khai thác tìm kiếm thêm nguồn hàng vận tải cho các doanh nghiệp bên ngoài.

**Hoạt động kinh doanh xăng dầu** mặc dù có doanh thu cao (chiếm khoảng 60% tổng doanh thu), tuy nhiên thực chất đây chỉ là hoạt động đại lý kinh doanh xăng dầu trên biển, có biên lợi nhuận rất thấp (chiếm khoảng 0,1%-0,2% lợi nhuận).

**Hoạt động đầu tư tài chính ngắn hạn mang nhiều rủi ro.** Năm 2007, doanh thu từ hoạt động tài chính của VIPCO đạt hơn 59 tỷ đồng, lợi nhuận thu được gần 51 tỷ đồng, trong đó riêng lợi nhuận từ kinh doanh chứng khoán là 46.6 tỉ đồng, chiếm 1/3 lợi nhuận trước thuế của VIPCO.

Trong điều kiện thị trường chứng khoán gặp nhiều khó khăn, hoạt động đầu tư tài chính đã chịu nhiều tác động tiêu cực. Tính đến cuối năm 2008, các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn giảm bớt xuống còn 48,6 tỷ đồng (trong đó chủ yếu là đầu tư chứng khoán) và VIPCO đã phải thực hiện trích lập dự phòng 24 tỷ. Đây là những hoạt động tiềm ẩn những rủi ro nhất định cho VIPCO.



Nguồn: Báo cáo tài chính VIPCO.

**Rủi ro biến động tỷ giá:** VIPCO hiện đang còn khoản vay ngoại tệ trên 30 triệu USD tại thời điểm 31/12/2008 để mua 2 tàu Petrolimex 06 và Petrolimex 10. Việc khai thác đối với đội tàu chủ yếu là cho thuê định hạn và thanh toán bù trừ công nợ đối với lượng xăng dầu VIPCO nhập từ Petrolimex để kinh doanh. Năm vừa qua, tỷ giá USD liên ngân hàng tăng khoảng 5% khiến VIPCO phải trích lập dự phòng gần 30 tỷ đồng chênh lệch tỷ giá. Rủi ro tỷ giá có thể sẽ còn tiếp tục tiến triển phức tạp hơn khi mà VIPCO đang dự định vay thêm ngoại tệ để đầu tư phát triển đội tàu trong năm 2009.

#### VIPCO – KẾ HOẠCH ĐẦU TƯ VÀO CÁC DỰ ÁN KHÁC

**Kinh doanh cảng biển.** VIPCO đang tham gia đầu tư dự án cụm cảng Container - Hóa dầu Đình Vũ với tổng đầu tư dự kiến khoảng gần 3000 tỉ đồng, với thời



gian thực hiện từ 2008 - 2015. Hiện VIPCO đã nhận giấy chứng nhận đầu tư cảng do UBND thành phố Hải Phòng cấp ngày 09/10/2007.

**Bảng 3: So sánh một số thông số cảng container.**

Chỉ tiêu	Cảng Đoạn Xá	Cảng Đình Vũ	Cảng VICT	Tân cảng Sài Gòn	Cảng VIPCO(*)
<b>Luồng vào cảng</b>					
Mớn nước (mét)	8,4 m	10,2 m	10,8 m	12 m	-
Cỡ tàu tối đa (DWT)	10.000 DWT	40.000 DWT	20.000 DWT	30.000 DWT	20.000 DWT
<b>Cầu bến</b>					
Số lượng (chiếc)	1 bến	2 bến	4 bến	1 bến container	1 bến
Chiều dài (mét)	220 m	188,2 - 236,8 m	130 m - 192 m	793 m	240 m
<b>Kho bãi</b>					
Diện tích mặt bằng (m <sup>2</sup> )	80.000 m <sup>2</sup>	240.000 m <sup>2</sup>	200.000 m <sup>2</sup>	660.000 m <sup>2</sup>	127.780 m <sup>2</sup>
Kho (m <sup>2</sup> )	1.200 m <sup>2</sup>	3.600 m <sup>2</sup>	5.754 m <sup>2</sup>	16.200 m <sup>2</sup>	1.000 m <sup>2</sup>
Bãi (m <sup>2</sup> )	65.000 m <sup>2</sup>	200.000 m <sup>2</sup>	198.800 m <sup>2</sup>	(-) m <sup>2</sup>	26.000 m <sup>2</sup>

(\*) Giai đoạn I. Nguồn: VIPCO, Hiệp hội cảng biển Việt Nam

**Bảng 4: So sánh một số thông số cảng hóa dầu.**

Chỉ tiêu	Cảng Xăng dầu B12	Cảng Xăng dầu Cát Lái	Cảng Sài Gòn Petro	Cảng Xăng dầu Nhà Bè	Cảng Xăng dầu VIPCO(*)
<b>Luồng vào cảng</b>					
Mớn nước tối đa (mét)	13 m	13 m	10 m	15 m	-
Cỡ tàu tối đa	40.000 DWT	25.000 GRT	32.000 DWT	36.000 GRT	20.000 DWT
<b>Cầu bến</b>					
Số lượng (chiếc)	3 bến	2 bến	2 bến	9 bến	1 bến
Chiều dài (mét)	86 m - 280 m	230 m	80 m	16m - 102 m	220 m
<b>Kho bãi</b>					
Diện tích mặt bằng (m <sup>2</sup> )	56.000 m <sup>2</sup>	125.000 m <sup>2</sup>	260.000 m <sup>2</sup>	(-) m <sup>2</sup>	165.700 m <sup>2</sup>
Bồn chứa (m <sup>3</sup> )	90.000 m <sup>3</sup>	95.000 m <sup>3</sup>	204.000 m <sup>3</sup>	400.000 m <sup>3</sup>	60.000 m <sup>3</sup>

(\*) Giai đoạn I. Nguồn: VIPCO, Hiệp hội cảng biển Việt Nam

**Kinh doanh bất động sản.** Các dự án bất động sản nổi bật là dự án tòa nhà thương mại 43 Quang Trung và tòa nhà VIPCO-tower tại 37 Phan Bội Châu, thành phố Hải Phòng, địa chỉ trụ sở chính của VIPCO. Nhu cầu về văn phòng cho thuê tại Hải Phòng vẫn đang ở mức khá cao nên khi hai dự án này đi vào hoạt động có thể sẽ đem lại nguồn thu cho VIPCO, tuy không lớn nhưng sẽ là khoản thu đều đặn hàng năm.

#### HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Ngoại trừ các khoản trích lập dự phòng và trích khấu hao lớn đã ảnh hưởng

đáng kể đến lợi nhuận của VIPCO, khiến kết quả kinh doanh quý 4/2008 của VIPCO lỗ 2 tỷ đồng. Khó khăn của nền kinh tế đã và đang trực tiếp tác động đến kết quả kinh doanh của VIPCO, thêm vào đó kế hoạch đầu tư lớn trong một hai năm tới sẽ làm gia tăng chi phí vay nợ và làm giảm kết quả kinh doanh của VIPCO.

**Bảng 5: Một số chỉ số tài chính VIPCO.**

	2005	2006	2007	2008
<b>Chỉ tiêu về khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán ngắn hạn	2,96	13,02	4,51	5,59
Hệ số thanh toán nhanh	2,33	10,87	3,86	4,23
<b>Chỉ tiêu về cơ cấu vốn</b>				
Hệ số nợ/Tổng tài sản	0,50	0,34	0,49	0,46
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	1,01	0,52	0,98	0,84
<b>Chỉ tiêu về năng lực hoạt động</b>				
Vòng quay tổng tài sản	1,05	1,19	0,94	0,83
Vòng quay TSCĐ	1,78	2,60	1,62	1,29
Vòng quay vốn lưu động	1,80	2,64	1,69	1,38
Vòng quay các khoản phải thu	7,05	9,82	14,43	13,20
Vòng quay các khoản phải trả	1,96	2,81	2,10	1,76
Vòng quay hàng tồn kho	8,24	10,10	12,63	12,54
<b>Chỉ tiêu về khả năng sinh lời</b>				
Hệ số LN sau thuế/DT thuần	3,86%	9,66%	14,25%	6,23%
Hệ số LN sau thuế/Vốn chủ sở hữu	8,63%	19,99%	24,24%	9,93%
Hệ số LN sau thuế/Tổng tài sản	4,03%	11,52%	13,34%	5,19%
Hệ số LN từ hoạt động SXKD/DT thuần	4,68%	11,67%	13,21%	6,03%
<b>Chỉ tiêu liên quan đến cổ phần</b>				
Thu nhập trên mỗi cổ phần	737	2.319	2.503	1.302
Giá trị sổ sách của cổ phần	10.000	12.922	13.006	13.065

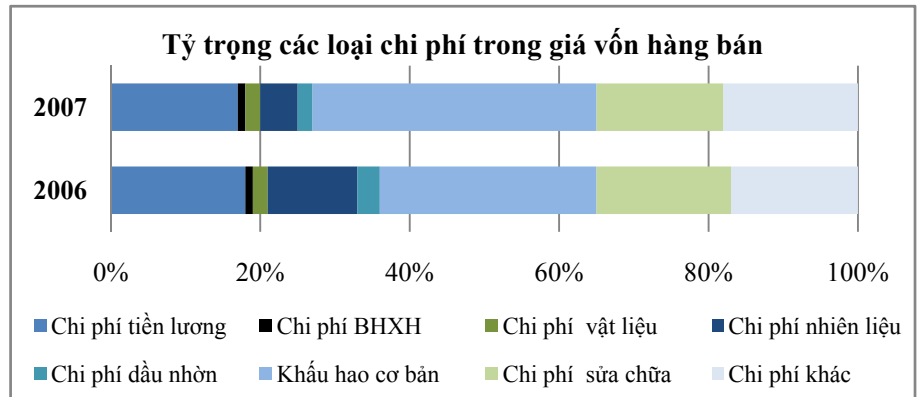
*Nguồn: Báo cáo tài chính VIPCO*

Tỷ trọng giá vốn hàng bán/doanh thu thuần của VIPCO thấp hơn so với một số doanh nghiệp cùng ngành, nguyên nhân là do trong 2 năm gần đây VIPCO đã thay đổi chiến lược khai thác đội tàu. Trước đây VIPCO thực hiện các hợp đồng vận tải xăng dầu cho Petrolimex thông qua việc tự mình vận hành và chịu trách nhiệm về các loại chi phí, thì đến năm 2007, VIPCO đã sử dụng các hợp đồng cho Petrolimex thuê định hạn và không còn phải chịu áp lực quá lớn về việc biến động giá nhiên liệu.

Ngoài ra, tính đến thời điểm 31/3/2007, một số tàu của VIPCO đã khấu hao hết nhưng vẫn còn được sử dụng như Hạ Long 3, Hạ Long 4 và Petrolimex 02, đã góp phần giảm đáng kể chi phí giá vốn. Tuy nhiên, chi phí khấu hao sẽ có khả



năng tăng cao hơn trong năm 2009 và 2010 khi một số tàu mới được đưa vào sử dụng, lúc đó VIPCO sẽ không còn giữ được tỷ lệ giá vốn/ doanh thu thấp như hiện nay.



Nguồn: Báo cáo tài chính VIPCO

### DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG VIPCO

Kết quả kinh doanh của VIPCO được dự báo dựa trên 3 mảng hoạt động chính là: Kinh doanh vận tải biển, kinh doanh xăng dầu và cho thuê bất động sản. Riêng đối với các dự án cảng biển và cao ốc 37 Phan Bội Châu do chưa có phương án đầu tư rõ ràng nên chúng tôi tạm thời chưa dự báo trong kết quả tính toán.

#### Cơ sở dự báo sản lượng & doanh thu:

- Hoạt động vận tải được dự báo trên cơ sở đánh giá kế hoạch khả thi của VIPCO đầu tư tăng năng lực đội tàu trong những năm tới, kế hoạch khai thác đội tàu, sản lượng nhập khẩu tiêu thụ xăng dầu của Petrolimex và sản lượng của nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn khi đi vào hoạt động.
- Doanh thu kinh doanh bất động sản được tính dựa trên VIPCO sử dụng tòa nhà 17 tầng tại 43 Quang Trung, thành phố Hải Phòng để khai thác cho thuê văn phòng bắt đầu từ năm 2009.
- Kết quả của dự án cụm cảng Container – Hóa dầu chưa được tính đến trong kết quả dự báo do hiện nay chưa có đủ các thông tin cần thiết.

#### Cơ sở dự báo các loại chi phí:

Chi phí giá vốn hàng bán:

- Giá vốn hoạt động kinh doanh xăng dầu được xác định theo doanh thu kinh doanh xăng dầu và thường chiếm tỷ trọng từ 96% - 99%.
- Giá vốn hoạt động vận tải được phân tách riêng biệt thành từng loại chi phí nhằm đưa ra các dự báo hợp lý nhất. Trong đó, chi phí khấu hao có khả năng biến động nhiều nhất, khoảng 30% - 40% trên tổng chi phí.

Chi phí tài chính: được tính toán dựa vào các khoản vay dài hạn của VIPCO và chênh lệch lãi lỗ do biến động tỷ giá hối đoái. Năm 2009 chúng tôi dự báo tỷ giá đồng VND/USD sẽ mất giá 5% so với năm 2008. Doanh thu tài chính được giả định là VIPCO sẽ đầu tư toàn bộ vào các khoản tiền gửi ngắn hạn nên không

cần trích lập dự phòng.

Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp được tính theo các mức ưu đãi mà hiện nay VIPCO đang được hưởng. Năm 2007 là năm thứ hai VIPCO hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần và kinh doanh có lãi, như vậy VIPCO sẽ được giảm 50% thuế trong 4 năm tiếp theo.

**Cơ sở dự báo tài sản cố định & vay nợ dài hạn:** Được dự báo theo tiến độ đầu tư đội tàu và nhu cầu vay vốn để tài trợ cho việc mua hay đóng tàu mới. Chúng tôi giả định VIPCO dự định sẽ đầu tư thêm 1 tàu chở dầu 47.000DWT vào năm 2009 và 1 tàu 18.000DWT - 20.000DWT năm 2010.

### KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Việc định giá dựa trên các ước tính thận trọng về tình hình kinh doanh của VIPCO, điều kiện khó khăn của thị trường hiện tại cũng như khả năng phục hồi của ngành vận tải biển trong tương lai. Kết quả như sau:

<i>Mô hình định giá</i>	<i>Giá</i>	<i>Tỷ trọng</i>	<i>Bình quân gia quyền</i>
FCFE (g = 5%, COE = 15%)	20.623	20%	4.125
FCFF (g = 5%, WACC = 12,72%)	18.187	20%	3.637
DDM (g = 5%, COE = 15%)	19.407	20%	3.881
P/E	5.937	20%	1.187
P/B	16.647	20%	3.329
<b>Giá bình quân</b>			<b>16.160</b>

Trong đó:

g: Tốc độ tăng trưởng dòng cổ tức.

COE: Chi phí vốn cổ phần.

WACC: Chi phí vốn bình quân.

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

Đơn vị: Triệu VND

KẾT QUẢ KINH DOANH	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F
<b>Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	<b>670.400</b>	<b>842.593</b>	<b>1.050.799</b>	<b>1.250.153</b>	<b>932.294</b>	<b>1.144.843</b>
Giá vốn hàng bán	601.955	725.774	880.926	1.072.861	792.697	951.519
<b>Lợi nhuận gộp bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	<b>68.445</b>	<b>116.819</b>	<b>169.873</b>	<b>177.292</b>	<b>139.598</b>	<b>193.324</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	3.148	24.110	59.301	29.272	14.766	17.572
Chi phí tài chính	19.658	18.974	57.663	95.046	84.043	75.684
Chi phí bán hàng	20.537	9.630	11.832	11.296	10.576	12.987
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-	13.992	20.823	24.823	16.978	20.848
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>31.398</b>	<b>98.334</b>	<b>138.857</b>	<b>75.399</b>	<b>42.766</b>	<b>101.376</b>
Thu nhập khác	197	5.186	30.748	1.427	2.772	3.404
Chi phí khác	147	748	22.033	2.454	627	753
Lợi nhuận khác	50	4.438	8.715	(1.027)	2.145	2.651
<b>Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế</b>	<b>31.448</b>	<b>102.772</b>	<b>147.572</b>	<b>74.372</b>	<b>44.911</b>	<b>104.027</b>
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành	5.592	21.390	2.091	4.684	5.614	13.003
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại	-	-	(4.216)	(8.180)	(8.346)	-
<b>Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp</b>	<b>25.856</b>	<b>81.382</b>	<b>149.697</b>	<b>77.867</b>	<b>47.643</b>	<b>91.024</b>
CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>371.156</b>	<b>388.256</b>	<b>520.202</b>	<b>395.544</b>	<b>316.811</b>	<b>379.504</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	162.618	156.929	265.048	146.243	137.067	163.790
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	10.013	33.251	84.969	24.453	31.698	35.885
Các khoản phải thu ngắn hạn	116.794	54.821	90.790	98.694	53.798	66.063
Hàng tồn kho	79.493	64.232	75.275	95.896	70.854	85.050
Tài sản ngắn hạn khác	2.238	79.023	4.119	30.258	23.394	28.716
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>351.536</b>	<b>301.941</b>	<b>1.034.077</b>	<b>1.050.771</b>	<b>1.570.412</b>	<b>1.735.691</b>
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định hữu hình	344.346	292.978	951.246	857.814	1.458.965	1.624.268
Tài sản cố định vô hình	2.067	2.025	1.983	1.959	1.935	1.911
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	2.824	3.815	47.819	75.320	2.013	2.013
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2.100	2.700	28.580	102.024	102.024	102.024
Tài sản dài hạn khác	200	423	4.450	13.655	5.475	5.475
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>722.692</b>	<b>690.197</b>	<b>1.554.279</b>	<b>1.446.315</b>	<b>1.887.224</b>	<b>2.115.195</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>363.858</b>	<b>234.924</b>	<b>765.474</b>	<b>658.357</b>	<b>1.052.099</b>	<b>1.199.394</b>
Nợ ngắn hạn	125.393	29.821	115.380	70.770	59.776	64.888
Nợ dài hạn	238.465	205.103	650.094	587.587	992.323	1.134.506
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>358.834</b>	<b>455.273</b>	<b>779.800</b>	<b>787.958</b>	<b>835.125</b>	<b>915.801</b>
Vốn chủ sở hữu	351.000	453.570	777.834	781.366	828.533	909.209
Nguồn kinh phí và quỹ khác	7.834	1.702	1.966	6.592	6.592	6.592
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	9.005	-	-	-
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>722.692</b>	<b>690.197</b>	<b>1.554.279</b>	<b>1.446.315</b>	<b>1.887.224</b>	<b>2.115.195</b>

---

*Trang này được để trống*

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cN trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: 84-4-928 8080  
Fax: 84-4-928 9899  
Email: [research@bvsc.com.vn](mailto:research@bvsc.com.vn)

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Địa chỉ: 11 & 72 Nguyễn Công Trứ, Quận I, TP  
Hồ Chí Minh  
Tel: 84-8-821 8564  
Fax: 84-8-914 7477

**BỘ PHẬN PHÂN TÍCH NGÀNH****PHÓ TRƯỞNG PHÒNG PHÂN TÍCH**

Nguyễn Lương Tân	<a href="mailto:tannguyen@bvsc.com.vn">tannguyen@bvsc.com.vn</a>	Vũ Thị Thanh Quyên	<a href="mailto:quyenvtt@bvsc.com.vn">quyenvtt@bvsc.com.vn</a>
		Nguyễn Thị Quỳnh Dung	<a href="mailto:dungntq@bvsc.com.vn">dungntq@bvsc.com.vn</a>

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Lưu Văn Lương	<a href="mailto:luonglv@bvsc.com.vn">luonglv@bvsc.com.vn</a>	Nguyễn Quang Minh	<a href="mailto:minhng@bvsc.com.vn">minhng@bvsc.com.vn</a>
Lưu Phương Mai	<a href="mailto:mailp@bvsc.com.vn">mailp@bvsc.com.vn</a>	Nguyễn Phi Hùng	<a href="mailto:hungnp@bvsc.com.vn">hungnp@bvsc.com.vn</a>
Vũ Thị Mai	<a href="mailto:maivt@bvsc.com.vn">maivt@bvsc.com.vn</a>	Lê Chí Thành	<a href="mailto:thanhlc@bvsc.com.vn">thanhlc@bvsc.com.vn</a>
Trần Thăng Long	<a href="mailto:longtt@bvsc.com.vn">longtt@bvsc.com.vn</a>	Nguyễn Tuấn Anh	<a href="mailto:anhnt@bvsc.com.vn">anhnt@bvsc.com.vn</a>
Vũ Phương Nga	<a href="mailto:ngavp@bvsc.com.vn">ngavp@bvsc.com.vn</a>	Hoàng Hồ Phú	<a href="mailto:phuhh@bvsc.com.vn">phuhh@bvsc.com.vn</a>
Nguyễn Hải Dương	<a href="mailto:duongnh@bvsc.com.vn">duongnh@bvsc.com.vn</a>		