CTCP ĐẦU TƯ VÀ VẬN TẢI DẦU KHÍ VINASHIN

SHINPETROL

Mã chứng khoán	**VSP**
Sàn	**HASTC**
Ngành nghề	**Vận tải biển**

Khuyến nghị: Chưa mua

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2007	2008	1H09	KH2009
Doanh thu thuần (tr. VND)	789.683	1.622.890	197.787	1.500.000
Tỷ suất LNG (%)	24,11	32,75	-83,92	
Thu nhập ròng (tr. VND)	72.352	297.496	-205.454	150.000
EPS (VND)	18.088	18.746	-3.065 (*)	
BVPS (VND)	30.473	97.180	35.844	
ROE (%)	77,99	35,75	-8,55 (*)	
P/E	9,11	2,77		
P/B	5,40	0,53	0,79	
EV/EBITDA	9,28	3,24	-87,72	

**: Q3/08 – Q2/09*

SỐ LIỆU THỐNG KÊ GIAO DỊCH

Chỉ tiêu	2007	2008	2009(*)
Dao động giá 52 tuần (VND)			14.043 – 87.956
Biến động BQ 1 tháng (%)	12,10%	-6,59%	5,66%
Biến động BQ 3 tháng (%)	36,31%	-19,78%	16,98%
Cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)	4.000.000	15.870.000	37.294.489
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	665,6	831,59	1.066,6
KLGD BQ ngày ('000 cổ phiếu)	55,89	172,46	550,01

Nguồn: Reuters; (*): 02/01/2009- 04/08/2009

Hoạt động vận tải biển hiện chiếm hơn 60% doanh thu của VSP đang và vẫn là rào cản làm công ty thua lỗ vì giá cước đang và sẽ chưa đến điểm hòa vốn. Việc mua tàu trong giai đoạn phát triển nóng trước đây đã đem lại cho công ty khoản lợi nhuận đáng kể nhưng hiện nay đang tạo những bất lợi lâu dài khó có thể sớm cải thiện ngay cả khi kinh tế đã bắt đầu hồi phục. Trong 1H09, VSP đã phải huy động chủ yếu từ nguồn vốn vay (700 tỷ VNĐ) và thanh lý một số tài sản để bù đắp cho dòng tiền âm từ hoạt động kinh doanh (995 tỷ VNĐ).

Mảng kinh doanh gas cũng không có tiến triển đột biến khi kho chứa gas Đình Vũ vẫn chưa được hoàn thành như dự kiến.

Chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm về VSP trong bài phân tích Update VSP Q1'09 trước đây vì kết quả kinh doanh năm 2009 của VSP vẫn rất xấu. Tuy nhiên ban lãnh đạo của VSP là những người có nhiều kinh nghiệm và rất năng động, chúng tôi tin rằng họ sẽ giúp VSP vượt qua giai đoạn khó khăn này, nhưng rất khó để có thể cho rằng giai đoạn này sẽ qua mau. VSP chỉ có thể trở lại là cổ phiếu hấp dẫn khi công ty có khả năng bán được tàu với giá hợp lý và giá cước vận tải vượt qua điểm hòa vốn của công ty, cũng như doanh thu từ các hoạt động khác (vận chuyển và xuất khẩu gạo, cát) tăng cao.

THÔNG TIN CƠ BẢN

✓ **Sản phẩm và dịch vụ:**

+ Vận tải biển

+ Kinh doanh gas

+ Mua bán tàu biển

✓ **Cơ cấu cổ đông:**

+ Sở hữu Nhà Nước: 40,4%

+ Cổ đông khác: 58,64%

+ Cổ đông nước ngoài: 0,96%

✓ **Thị trường chính (theo doanh thu):**

+ Vận tải hàng rời tuyến Mỹ - Trung Đông

+ Hàng hóa vận chuyển chủ yếu: gạo, than, ngũ cốc

✓ **Các đối thủ cạnh tranh chính:**

+ Vosco

+ Vinaship

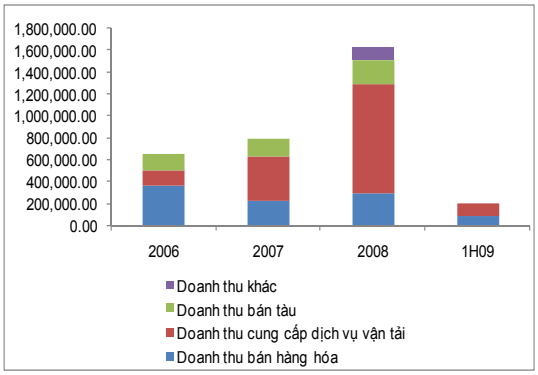
+ Vitranschart

+ v.v.

(Ngày 04/08/2009)

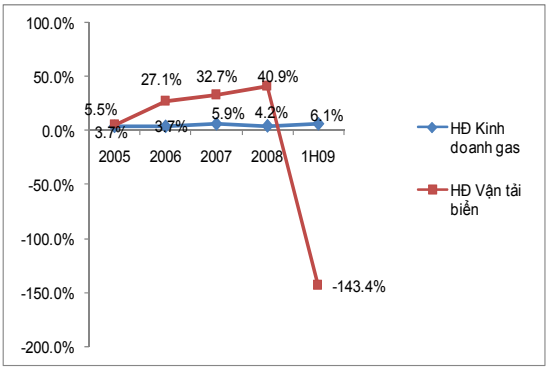
Chuyên viên phân tích: ***Nguyễn Thị Ngọc Huyền*** *– Email: huyenntn@hbbs.com.vn*

Cơ cấu doanh thu của VSP 2006 – 1H09



Nguồn: BCTC năm và quý VSP, Đv: tr. VND

Tỷ suất lợi nhuận gộp của VSP 2005 – 1H09



Nguồn: HBBS

Hoạt động sản xuất kinh doanh – Hoạt động vận tải biển trở thành rào cản cho lợi nhuận

Q2'09 tiếp tục là một quý hoạt động thiếu may mắn và không hiệu quả của VSP dù giá cước vận tải biển đã tăng so với Q1'09 nhưng công ty vẫn ghi nhận một khoản lợi nhuận gộp âm 62,5 tỷ VND. Hiện tỷ lệ khấu hao trên TSCĐ của VSP ở mức thấp (7 - 8%) những vẫn không làm chí phí giá vốn thấp đi vì chi phí sửa chữa khá lớn do độ tuổi trung bình tàu của VSP khá già (hơn 19 tuổi). Cụ thể như trong Q2'09, một số tàu được đưa lên đà sửa chữa định kỳ gồm: tàu VSP Ruby, VSP Diamond và Vinashin Moonstone. Chúng tôi nhận thấy khoản chi phí sửa chữa lớn đã tăng gấp 2 trong quý này từ 118,33 tỷ VND lên 207,85 tỷ VND.

Trong mảng kinh doanh gas, kết quả hoạt động của VSP không tiến triển nhiều. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng hoạt động này không ổn định qua các quý cho thấy sự thiếu chủ động của VSP trong việc tăng doanh thu và kiểm soát chi phí.

Hoạt động đầu tư

Trong tình hình hiện nay của công ty, VSP khó có thể mua thêm tàu mới. Trong các khoản XDCBDD tới cuối Q209, dự án đóng 3 tàu hàng rời mới vẫn chưa được giải ngân nhiều, giá trị xây dựng dở dang chỉ khoảng 103 tỷ VND trên tổng giá trị đầu tư dự kiến là 629 tỷ với tàu 54.000 DWT và 850 tỷ VND với 2 tàu 22.500 DWT. Trong bối cảnh chung của ngành vận tải biển hiện nay, giá đóng tàu mới sẽ giảm khi giá cước giảm. Theo chúng tôi được biết, VSP đã đàm phán với Vinashin và Công ty sẽ được giảm khoảng 5 triệu USD mỗi tàu đang đóng.

Cuối Q2'09, giá trị đã giải ngân của dự án Tổng kho Đình Vũ vẫn chỉ là 74,7 tỷ VND (Q1'09 là 72 tỷ VND) trên tổng giá trị đầu tư 207 tỷ VND. Dự kiến, tới giữa năm 2010, Kho Đình Vũ mới được hoàn thành và đưa vào khai thác phục vụ hoạt động của CTTNHH 1 thành viên kinh doanh dầu khí Phương Bắc. Chỉ khi nào dự án này được đưa vào khai thác thì hiệu quả mảng kinh doanh gas của công ty mới được cải thiện.

Cuối quý này, Công ty cũng đã ký hợp đồng chuyển nhượng lại phần vốn góp tại CTCP Lọc hóa dầu Nam Việt (VSP sở hữu 51% vốn, CTCP Lọc hóa dầu Nam Việt có vốn điều lệ 200 tỷ). Công ty đã nhận tiền đặt cọc từ hợp đồng chuyển nhượng vốn và không hợp nhất BCTC của CTCP Lọc hóa dầu Nam Việt và BCTC của VSP trong quý này. Do chưa nhận tiền nên tạm thời khoản 102 tỷ VND góp vốn được ghi nhận vào khoản mục Đầu tư tài chính khác. Dự kiến tiền thu về VSP sẽ dùng để bổ sung vốn lưu động, phục vụ cho các hoạt động xuất khẩu gạo và cát.

Shinpetrol cũng đang phải cân nhắc chuyển nhượng một phần vốn trong Khu đô thị sân golf Mê Linh (Hà Nội), dự án Cụm Công nghiệp Tàu thủy Long An, Khu du lịch tại cảng Cái Lân – Hà Khẩu – Quảng Ninh (nghị quyết ĐHCĐ). Trong đó, dự án Khu sân golf Mê Linh là dự án bất động sản trọng điểm của Công ty, với diện tích 217,6 ha và tổng vốn đầu tư ước tính 1,2 tỷ USD, tuy vậy tới nay dự án này cũng chưa được giải ngân nhiều.

*Chuyên viên phân tích: **Nguyễn Thị Ngọc Huyền** – Email: huyenntn@hbbs.com.vn*

Đv: tr. VNĐ	31/12/2007	31/12/2008	30/06/2009
Các khoản XDCBDD	**113.811**	**293.946**	**318.265**
Dự án xây dựng khu đô thị golf Mê Linh - Vĩnh Phúc	67.553	90.365	90.457
Dự án Tổng kho Đình Vũ	***36.414***	***60.350***	***74.233***
Dự án đóng tàu hàng rời 54,000 DWT	***2.775***	***71.923***	***74.690***
Dự án đóng 2 tàu hàng rời 22,500 DWT	***3.849***	***21.112***	***28.145***
Dự án kho Nhà Bè -Quân khu 7	726	16.019	16.019
Bồn LPG	-	8.910	8.930
Cụm công nghiệp tàu thủy Long An	-	7.501	7.504
Dự án khu dịch vụ giải trí tổng hợp phục vụ KCN Cảng Cái Lân	6	15.034	15.052
Các chi phí XDCBDD khác	2.488	2.733	3.237

Nguồn: BCTC năm 2008 đã kiểm toán và BCTC Quý

Hoạt động tài chính

Cơ cấu nợ phải trả trên tổng nguồn vốn của VSP cuối Q2'09 là 63,5% tiếp tục tăng nhẹ so với các quý trước (bình quân Q1'08 – Q1'09 là 57%). Tỷ lệ nợ vay (ngắn hạn và dài hạn) trên tổng nguồn vốn cũng tăng, hiện đang là 56,07% so với bình quân 37,70% của năm 2008, cao hơn Q1'09 một chút (53,57%).

Trong Q2'09, VSP đã chính thức ghi nhận VĐL mới, công ty dùng nguồn Lợi nhuận chưa phân phối để chia cổ tức tỷ lệ 135% bằng cổ phiếu. Như vậy, có thể nói, phần lợi nhuận thu được trong năm trước đã được dùng để trả hết cho cổ đông. VSP đã giữ đúng cam kết của mình nhưng cũng đồng nghĩa công ty tiếp tục ở trong tình trạng thiếu vốn.

EPS lũy kế 4 quý gần nhất đang là -3.065 VND/cp, một mức sụt giảm rất mạnh so với các năm trước. 2 doanh nghiệp vận tải hàng rời khác đang niêm yết là VST và VNA cũng có mức EPS lũy kế 4 quý rất thấp, 603 và 495 VND/cp.

Giá trị sổ sách trên 1 cổ phiếu cũng giảm mạnh từ hơn 90.000 VND/cp xuống còn 35.844 VND/cp chủ yếu do VSP đã tăng VĐL từ 158,7 tỷ VND lên gần 373 tỷ VND.

Dự báo cho năm 2009

Năm 2009 là một năm rất khó khăn với Shinpetrol khi khoản đầu tư đem lại lợi nhuận vượt bậc năm trước lại đang là nhân tố chính khiến giá vốn tăng mạnh khi doanh thu không đủ bù đắp chi phí.

Hoạt động vận tải biển 6 tháng cuối năm 2009 vẫn tiếp tục gặp nhiều khó khăn. Một số yếu tố làm ảnh hưởng đến giá cước vận tải biển như sau: Một số yếu tố làm giá cước tăng: 1) Trung Quốc, nước tiêu dùng quặng sắt lớn nhất trong tháng 4/2009, đã nhập khẩu quặng ở mức cao kỷ lục 57 triệu tấn. Ngoài ra, Trung Quốc còn tăng nhập khẩu nguyên liệu thô (than đá), ngũ cốc.; 2) Số lượng tàu đóng mới đi vào hoạt động đã thấp hơn dự kiến (do hạn chế về tín dụng) cũng giúp tương quan cung – cầu vận tải biển cân bằng hơn. Ngược lại một số yếu tố làm giá cước giảm: 1) Khi lượng dự trữ quặng sắt của Trung Quốc đã đạt 67 triệu tấn (gần bằng mức đỉnh được duy trì nửa cuối năm 2008), nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc sẽ giảm dần; 2) Theo dự báo của Deutsche Bank, tăng trưởng đội tàu ước tính sẽ đạt 18,8% năm 2009 và 32,9% năm 2010 trong khi nhu cầu vận chuyển vẫn giảm.

Như vậy, diễn biến từ đầu năm tới nay cho thấy, giá cước sẽ dao động tăng – giảm chứ không có xu hướng một chiều và theo chúng tôi biên độ dao động 6 tháng cuối năm 2009 sẽ không quá lớn vì nhu cầu giao thương quốc tế chưa lộ rõ xu hướng tăng trong tình trạng kinh tế toàn cầu chưa thoát khỏi khủng hoảng.

Tại Việt Nam, tình hình xuất khẩu gạo và than cũng được cải thiện đáng kể trong nửa đầu năm 2009. Tuy nhiên, các doanh nghiệp xuất nhập khẩu Việt Nam thường bán theo giá FOB (giá mà người mua phải thuê phương tiện vận chuyển, mua bảo hiểm cho hàng hóa) nên nhà nhập khẩu nước ngoài sẽ phải thuê tàu và họ thường lựa chọn tàu nước ngoài. Điều này càng làm các doanh nghiệp vận tải trong nước ngày càng yếu thế và giảm thị phần, làm tăng áp lực cạnh tranh.

CÁC THÔNG KÊ CƠ BẢN

Bảng Kết quả kinh doanh

	Q1/08	Q2/08	Q3/08	Q4/08	Q1/09	Q2/09
Doanh thu thuần	262,291	428,859	447,398	371,150	80,626	117,161
Giá vốn hàng bán	178,040	233,988	218,805	368,768	184,090	179,684
Lợi nhuận gộp	**84,251**	**194,870**	**228,593**	**2,382**	**-103,464**	**-62,523**
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	1,432	2,548	2,455	3,576	2,808	1,751
Chi phí BH&QLDN/DTT	5,691	5,643	5,289	6,146	6,641	6,427
LN thuần từ hoạt động SXKD	**77,127**	**186,679**	**220,849**	**-7,340**	**-112,913**	**-70,701**
LNTT, khấu hao và lãi vay (EBITDA)	**81,721**	**238,297**	**300,027**	**79,007**	**(70,318)**	**(42,074)**
EBITDA/DTT (%)	31.2%	55.6%	67.1%	21.3%	-87.2%	-35.9%
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)	**76,395**	**190,450**	**222,472**	**3,115**	**-87,301**	**-66,897**
EBIT/DTT (%)	29%	44%	50%	1%	-108%	-57%
Thu nhập hoạt động tài chính	3,283	2,303	2,839	19,392	24,130	1,774
Chi phí tài chính	14,318	26,603	52,691	66,199	25,184	26,245
Chi phí lãi vay	13,900	26,517	52,691	56,217	23,366	26,053
LN thuần từ HĐ tài chính	**-11,035**	**-24,300**	**-49,852**	**-46,807**	**-1,054**	**-24,471**
LN hoạt động khác	-3,597	1,555	-1,215	1,045	3,300	2,221
LNTT	**62,495**	**163,933**	**169,781**	**-53,102**	**-110,667**	**-92,951**
Thuế TNDN	6,062	16,607	20,536	5,002	1,014	580
LNST	**56,433**	**147,327**	**149,245**	**-58,104**	**-111,682**	**-93,530**
Lợi nhuận của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	242	0
Lợi nhuận ròng	56,433	147,327	149,245	-58,104	-111,924	-93,530
LNR/DTT (%)	22%	34%	33%	-16%	-139%	-80%

Nguồn: BCTC quý Shinpetrol, Đv: tr. VND

Bảng Cân đối kế toán

	Q1/08	Q2/08	Q3/08	Q4/08	Q1/09	Q2/09
Tài sản ngắn hạn						
Tiền và các khoản tương đương tiền	280,260	426,331	205,967	195,021	9,460	13,034
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	165,000	165,000	47,500	-	-
Các khoản phải thu	1,010,468	1,004,287	795,389	701,189	709,618	698,292
Hàng tồn kho	18,569	54,186	57,577	52,833	94,408	59,018
Tải sản ngắn hạn khác	13,312	35,189	37,104	41,237	49,979	43,448
Tài sản dài hạn						
Các khoản phải thu dài hạn	12	12	6	6	6	12
Tài sản cố định	842,822	2,073,510	2,679,081	2,600,495	2,755,861	2,679,221
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	217,858	3,202	1,643	95,523	1,643	103,643
Tài sản dài hạn khác	43,745	59,048	57,732	54,374	70,042	67,949
TỔNG TÀI SẢN	**2,427,047**	**3,820,764**	**3,999,499**	**3,788,178**	**3,691,018**	**3,664,616**
Tổng nợ ngắn hạn	244,155	1,037,094	948,394	874,849	330,229	504,964
Tổng nợ dài hạn	860,967	1,314,458	1,432,649	1,373,676	1,846,738	1,822,859
Vốn chủ sở hữu						
Vốn điều lệ	138,000	138,000	138,000	158,700	158,700	372,945
Thặng dư	1,045,600	1,045,600	1,045,600	1,045,600	1,045,600	1,045,600
LNST chưa phân phối	109,097	256,424	405,669	227,362	118,033	(189,742)
Các quỹ	29,228	29,188	29,188	107,991	107,991	107,991
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	1,321,925	1,469,212	1,618,457	1,539,653	1,430,324	1,336,794
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	83,727	-
TỔNG NGUỒN VỐN	**2,427,047**	**3,820,764**	**3,999,499**	**3,788,178**	**3,691,018**	**3,664,616**

Nguồn: BCTC quý Shinpetrol, Đv: tr. VND

*Chuyên viên phân tích: **Nguyễn Thị Ngọc Huyền** – Email: huyenntn@hbbs.com.vn*

PHÒNG PHÂN TÍCH

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Nhà Hà Nội

Tầng 4B - 2C Vạn Phúc – Kim Mã – Ba Đình – Hà Nội

Tel: (+84) 04.3.726.2275 - Fax: (+84) 04.3.726.2305

Đỗ Hồng Điệp
Số máy lẻ: 132
Email: diepdh@hbbs.com.vn

Nguyễn Thị Hoàng Mai
Số máy lẻ: 131
Email: mainth@hbbs.com.vn

Phạm Tùng Lâm
Số máy lẻ: 164
Email: lampt@hbbs.com.vn

Đào Thị Thu Hằng
Số máy lẻ: 146
Email: hangdtt@hbbs.com.vn

Vũ Thị Quỳnh Trang
Số máy lẻ: 140
Email: trangvtq@hbbs.com.vn

Đặng Thị Mỹ Phương
Số máy lẻ: 132
Email: phuongdtm@hbbs.com.vn

Nguyễn Thị Ngọc Lan
Số máy lẻ: 130
Email: lanntn@hbbs.com.vn

Trần Đỗ Quyên
Số máy lẻ: 146
Email: quyentd@hbbs.com.vn

Nguyễn Thị Ngọc Huyền
Số máy lẻ: 131
Email: huyenntn@hbbs.com.vn

Điều khoản miễn trừ

Tài liệu này do Công ty Chứng Khoán Habubank ("Habubank Securities"), một công ty con trực thuộc Ngân hàng TMCP Nhà Hà Nội - Habubank phát hành. Các nghiên cứu được thực hiện trên cơ sở các thông tin tin cậy, nhưng chúng tôi không có bất cứ cam kết hay đảm bảo gì đối với tính chính xác, hoàn chỉnh của các thông tin trong nghiên cứu này. Các quan điểm mà chúng tôi đưa ra có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Tài liệu này được phục vụ mục đích lưu hành rộng rãi. Tất cả các khuyến nghị đưa ra trong tài liệu này đều không nhằm phục vụ các mục tiêu đầu tư cụ thể, hay nhu cầu riêng của bất kỳ người đọc cụ thể nào. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, không nhằm thay đổi quyết định của người đọc. Các nhà đầu tư nên được tư vấn về tài chính và pháp luật để ra các quyết định đầu tư. Habubank Securities không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại trực tiếp hay gián tiếp phát sinh từ việc sử dụng hoặc liên quan đến tài liệu này theo bất cứ hình thức nào. Tài liệu này không phải là một lời đề nghị hay mời gọi mua bán bất cứ loại chứng khoán nào. Bất kỳ ai muốn biết thêm thông tin, kể cả việc làm rõ bất cứ chi tiết nào trong điều khoản miễn trừ này, hoặc muốn thực hiện giao dịch đối với bất cứ loại chứng khoán nào đã được đề cập trong tài liệu này vui lòng liên hệ với Habubank Securities để được phục vụ.
Tài liệu này là tài liệu bản quyền tác giả của Habubank Securities. Mọi sao chép trích dẫn thông tin phân tích trong tài liệu này phải trích dẫn nguồn từ Công ty Chứng Khoán Habubank.