

# CÔNG TY CP VẬN TẢI XĂNG DẦU VIPCO

Ngành - Vận tải  
Khuyến nghị - MUA

## BÁO CÁO TÓM TẮT

09.09.2009

### Giới Thiệu Công Ty

Công ty Cổ phần Vận tải Xăng dầu VIPCO (VIP), tiền thân là Công ty vận tải xăng dầu đường thủy 1 được thành lập ngày 22 tháng 07 năm 1980, chính thức chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ ngày 02/12/2005.

Công ty và các công ty thành viên hoạt động trong lĩnh vực vận tải ven biển và viễn dương; Dịch vụ giao nhận hàng hóa xuất nhập khẩu; Kinh doanh xăng dầu và các sản phẩm hóa dầu, gas và các thiết bị sử dụng gas; Cho thuê văn phòng; dịch vụ du lịch và kinh doanh du lịch lữ hành nội địa.

### Lịch Sử Giá



### Thông tin cơ bản về cổ phiếu

Thông tin về Cổ phiếu (ngày 09.09.2009)	
Mã chứng khoán	VIP
Giá đóng cửa	18,100
Cao/Thấp 52 tuần	23.100 / 8.100
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	59,807,800
Vốn hóa (triệu)	1,082,521
Thay đổi giá từ đầu năm (%)	60.2%
Cổ tức/Thị giá	5.5
Sở hữu nhà nước (%)	51.0
Sở hữu nhà đầu tư nước ngoài (%)	8.8
Số lượng còn được mua	24,029,960
Khối lượng giao dịch bình quân (10 ngày)	822,650
Giá trị giao dịch bình quân (10 ngày)	15,252,737,700

Chỉ số định giá	2007	2008E	2009P	2010P	2011P
Số lượng CP lưu hành	59.8	59.8	59.8	59.8	59.8
EPS	3,154	1,265	2,075	1,357	1,445
Cổ tức	1,500	800	1,000	1,000	1,000
P/E	5.74	14.31	8.72	13.34	12.53
P/B	1.37	1.43	1.37	1.37	1.37
P/S	1.03	0.86	0.79	0.78	0.74
PEG	0.16	na	0.14	na	1.95

### Chiến lược kinh doanh

Theo chiến lược đã đề ra, VIP phát triển theo hướng đa sở hữu, đa dạng hóa, có chọn lọc các ngành nghề kinh doanh trong đó kinh doanh vận tải biển là trọng tâm. Chuyên nghiệp hóa hoạt động của công ty thông qua các công ty thành viên. Đến cuối năm 2010, VIP sẽ nâng tổng số công ty con lên 9 công ty.

Bên cạnh đó, công ty ưu tiên đầu tư phát triển đội tàu biển và cảng biển. Nâng tổng số tải trọng của đội tàu vào khoảng 180.000-200.000DWT vào cuối năm 2020. Hoàn thành 1 cảng container và cảng xăng dầu với diện tích 293.480m<sup>2</sup>, khả năng cho tàu có tải trọng đến 20.000DWT cập cảng.

### Thông tin hoạt động

Thay đổi giá	1 tháng	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Thay đổi giá của VIP	4.0%	120.7%	-18.5%	60.2%
Tương quan với VN-Index	-5.1%	4.5%	-20.6%	-11.1%

Thông tin tài chính	2007	2008E	2009P	2010P	2011P
Doanh thu (tỷ)	1,050.8	1,252.8	1,370.9	1,380.6	1,471.4
Tăng trưởng (% YoY)	24.7	19.2	9.4	0.7	6.6
EBIT (tr)	196.6	123.7	209.7	199.8	195.4
EBIT (% YoY)	66.5	(37.1)	69.5	(4.7)	(2.2)
Lợi nhuận sau thuế (tỷ)	149.7	75.6	124.1	81.2	86.4
Tăng trưởng (% YoY)	83.9	(49.5)	64.0	(34.6)	6.4
Tổng tài sản (tỷ)	1,554	1,380	2,048	1,919	1,803
Tổng nợ (tỷ)	765	623	1,257	1,131	1,013
EV (tỷ)	1,467	1,393	2,210	2,127	1,962
ROE (%)	24.1	9.8	16.0	10.3	11.0
ROA (%)	13.3	5.2	7.2	4.1	4.6
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	49.2	45.2	61.4	58.9	56.2
KN thanh toán hiện hành	4.5	12.0	2.4	2.0	2.3
KN thanh toán nhanh	3.9	10.7	1.5	1.2	1.5

### Yếu tố cạnh tranh

Hoạt động vận tải biển là hoạt động đóng góp tỷ trọng lớn trong cơ cấu lợi nhuận của công ty trong thời gian qua, với trên 87% lợi nhuận sau thuế. VIP hiện giữ vị trí thứ hai về thị phần vận tải xăng dầu tại Việt Nam, chiếm 13% thị phần vận tải xăng dầu nội địa và 10% thị phần vận tải xăng dầu nhập khẩu. Các đối thủ chính trong ngành bao gồm: Vitaco (VTO), Âu Lạc, Vinashin (VSP), Vosco. Cũng như VTO, VIP có lợi thế cạnh tranh vượt trội so với các đối thủ khác chủ yếu nhờ vào lợi thế có quan hệ chặt chẽ với Tổng công ty xăng dầu Việt Nam (Petrolimex). Hiện nay, Petrolimex là cổ đông nhà nước nắm đến 51% cổ phần trong công ty. Lợi thế này sẽ tiếp tục được duy trì trong tương lai ngay cả khi nhà máy lọc dầu Dung Quốc và nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động.

## Hoạt động kinh doanh khả quan trong điều kiện ngành vận tải gặp nhiều khó khăn

**Kết quả hoạt động kinh doanh từ hoạt động chính tăng trưởng ấn tượng ngay cả trong điều kiện khủng hoảng kinh tế diễn ra trên phạm vi toàn cầu.** Trong năm 2008, doanh thu tăng trưởng 19% so với năm 2007. Mặc dù lợi nhuận sau thuế giảm đến 49% so với năm 2007, nguyên nhân được giải trình là do khoản lỗ từ việc trích lập dự phòng đầu tư ngắn hạn và chênh lệch tỷ giá. Đây là các hoạt động không liên quan nhiều đến hoạt động chính của công ty. Điều này được khắc phục ngay trong nửa đầu năm 2009. Tính chung 6 tháng đầu năm 2009, VIP đã hoàn thành 52.5% kế hoạch doanh thu và 83% kế hoạch lợi nhuận của cả năm 2009. Chúng tôi cũng lưu ý rằng, kế hoạch lợi nhuận của công ty đặt ra là khá khiêm tốn, thận trọng và chưa bao gồm phần kế hoạch cho khoản hoàn nhập dự phòng giảm giá của các khoản đầu tư đã được trích lập trong năm 2008. Tuy nhiên, khi so sánh với cùng kỳ năm trước, cả doanh thu và lợi nhuận của công ty đều có sự tăng trưởng đáng kể. Theo đó, doanh thu tăng 20,4% và lợi nhuận sau thuế tăng 24,2%. Đây là điểm sáng và khác biệt của công ty so với các doanh nghiệp cùng ngành, ngay cả với VTO là công ty có thị phần lớn nhất hiện nay. Nguyên nhân của việc duy trì mức tăng trưởng cao trong điều kiện cả ngành vận tải gặp nhiều khó khăn, nhiều công ty cùng ngành rơi vào tình trạng thua lỗ được xác định do:

- (1) Chiến lược hợp lý trong việc định vị sản phẩm và quản trị dự án đầu tư;
- (2) Mối quan hệ chặt chẽ và hỗ trợ từ Petrolimex; và
- (3) Thương hiệu và chất lượng dịch vụ của công ty trên thị trường trong và ngoài nước.

Đi sâu vào chi tiết, theo giải trình của lãnh đạo công ty, sở dĩ VIPCO ít bị ảnh hưởng do công ty có cơ cấu thị phần và phân khúc khá ổn định và vững chắc, 50% phục vụ cho kinh doanh chính của Petrolimex. 50% năng lực còn lại là do VIPCO tự khai thác. Trong đó có tới 20% hợp đồng VIPCO ký hợp đồng chuyên chở dài hạn với giá cước tốt. 30% còn lại chịu tác động bởi những khó khăn chung của thị trường vận tải.

**Công ty từng bước trẻ hóa đội tàu và duy trì danh mục tài sản dài hạn có chất lượng.** Khác với các doanh nghiệp cùng ngành đã thực hiện đầu tư đội tàu mới trong năm 2008 khi giá tàu đứng ở mức cao, đầu năm 2009, công ty thực hiện đầu tư mua sắm hai tàu mới, Petrolimex 15 và Petrolimex 16, với tổng giá trị đầu tư 51 triệu USD. Theo giải trình của lãnh đạo công ty, việc dời thời điểm thực hiện dự án sang đầu năm 2009 giúp công ty tiết kiệm được 30% chi phí đầu tư so với thời kỳ trước khủng hoảng, nhờ vào việc giảm mạnh giá tàu và giá sắt thép các loại. Công ty cũng đã đưa ngay hai tàu mới vào hoạt động. Trong đó, đã ký 01 hợp đồng cho thuê định hạn với đối tác nước ngoài đến hết năm 2009. Dự kiến hai tàu mới sẽ đóng góp 10% doanh thu hàng năm. Bên cạnh đó, trong đội tàu hiện tại của công ty, có 3 tàu với tổng trọng tải 11.002DWT đã trích hết khấu hao. Điều này cho thấy chất lượng tài sản hiện tại của công ty khá cao so với giá trị sổ sách. Ngoài ra, đây cũng có thể là nguồn thu nhập bất thường của công ty trong tương lai nếu công ty tiến hành thanh lý đội tàu đã trích hết khấu hao.

Ngoài ra, việc không phải trích khấu hao cho các con tàu nói trên và việc mua tàu mới với chi phí hợp lý cũng giúp công ty giảm giá vốn hoạt động (giảm chi phí khấu hao) và nâng cao tính cạnh tranh về giá so với các đối thủ cùng ngành.

**Các dự án đầu tư bất động sản và hạ tầng tạo ra nguồn thu ổn định hàng năm cho công ty.** Bên cạnh hoạt động vận tải, công ty cũng từng bước thực hiện việc đa dạng hóa ngành nghề trong lĩnh vực bất động sản và cảng biển. Trong Quý 3 năm 2009, công ty đưa tòa nhà văn phòng VIPCOM vào hoạt động. Với 17 tầng và diện tích khai thác là 10.000m<sup>2</sup>. Bên cạnh đó, cao ốc 25 tầng tại số 37 Phan Bội Châu dự kiến hoàn tất phần móng và tầng hầm ngay trong năm 2009. Các dự án cảng hóa dầu và cảng container với diện tích 293.480m<sup>2</sup> sẽ được đưa vào khai thác từ năm 2011. Cũng như việc mua tàu đầu năm 2009, việc triển khai các dự án bất động sản và hạ tầng trong nửa sau năm 2008 đến nay cũng giúp công ty tiết giảm được chi phí đầu tư nhờ vào việc giảm mạnh giá của vật liệu xây dựng, chi phí lãi vay.

**Khoản hoàn nhập dự phòng chưa được hạch toán trong nửa đầu năm 2009 hứa hẹn tạo ra sự gia tăng đột biến về lợi nhuận trong quý 4 năm 2009.** Đối với khoản đầu tư ngắn hạn, công ty đã thanh lý 53% danh mục đầu tư, tương đương 26 tỷ đồng. Theo giải trình trong Báo cáo soát xét của Công ty Kiểm toán Deloitte, Công ty chưa thực hiện đánh giá lại giá trị của các khoản đầu tư làm cơ sở hoàn nhập dự phòng giảm giá đầu tư đã trích lập. Số dự hoàn nhập ước tính vào khoảng 15 tỷ đồng vào 30/06/2009, tương đương mức VN-Index 448 điểm. Với tình hình hồi phục của nền kinh tế hiện nay, dự đoán mức hoàn nhập dự phòng sẽ không thấp hơn mức ước tính vào cuối quý 2 năm 2009.

Bên cạnh đó, công ty cũng chưa thực hiện đánh giá lại các khoản mục có gốc ngoại tệ theo tỷ giá bình quân liên ngân hàng vào cuối quý 2 năm 2009. Theo ước tính của Deloitte, nếu đánh giá lại các khoản có gốc ngoại tệ, doanh thu hoạt động tài chính sẽ tăng thêm 29 tỷ đồng. Trong Quý 2 năm 2009, công ty nhận khoản vay trị giá hơn 550 tỷ đồng tài trợ cho việc đầu tư tài sản cố định. Theo đánh giá của chúng tôi, công ty sẽ không chịu nhiều áp lực đối với khoản lỗ (nếu có) của việc đánh giá lại khoản vay có gốc ngoại tệ vào cuối năm 2009. Tại thời điểm hiện nay, tỷ giá bình quân liên ngân hàng vẫn không có chênh lệch nhiều so với cuối năm 2008. Theo chính sách của NHNN, tỷ giá USD và Việt Nam Đồng sẽ tiếp tục được duy trì ổn định trong năm nay. Tuy nhiên, một số khoản vay của công ty có thời hạn đến 10 năm, do đó việc ước tính tỷ giá để xác định chi phí và thu

nhập tài chính trong tương lai là việc khó khăn cho nhà đầu tư và ngay đối với chính công ty. Mặc dù công ty có thể tự mình ngăn ngừa rủi ro nhờ vào doanh thu thu được bằng ngoại tệ, công ty cũng có thể sử dụng các dịch vụ phái sinh của Ngân hàng nhằm hạn chế đến mức thấp nhất rủi ro tiềm tàng về tỷ giá. Chúng tôi lưu ý rằng, việc hoàn nhập các khoản dự phòng nói trên tạo nên lợi nhuận đột biến trong năm 2009 và sẽ không đóng góp nhiều vào lợi nhuận của công ty trong năm 2010 trở đi.

**Nhà Máy lọc dầu Dung Quốc và Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động vừa là cơ hội vừa là rủi ro đối với hoạt động của công ty trong tương lai.** Nhà máy lọc dầu Dung Quốc ước tính đáp ứng được hơn 30% nhu cầu trong nước. Bên cạnh đó, đến năm 2013, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn cũng sẽ đi vào hoạt động. Hai nhà máy này dự kiến đáp ứng được khoảng 60-70% nhu cầu trong nước. Trong thời gian đầu, các nhà máy chỉ mới chạy thử và chưa thể chạy hết công suất nên sẽ không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động của công ty. Nhờ vào lợi thế cạnh tranh của công ty trong quan hệ với Petrolimex và tải trọng hợp lý của đội tàu so với nhu cầu vận tải nội địa, công ty vẫn duy trì được sự ổn định trong phân khúc vận tải nội địa của mình trong thời gian tới. Ngoài ra, việc xác định chuyển hướng về mặt chiến lược đối với đội tài vận tải quốc tế thông qua việc ký kết các hợp đồng cho thuê tàu định hạn với đối tác nước ngoài cũng giúp công ty giảm thiểu được rủi ro khi các nhà máy lọc dầu đi vào hoạt động hết công suất thiết kế trong tương lai.

## Kết Luận và Đề xuất

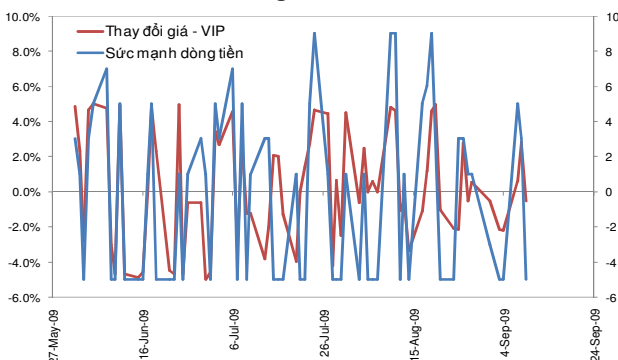
## MUA

Chúng tôi ấn tượng với thành quả và tốc độ tăng trưởng mạnh, cũng như tầm nhìn và độ nhanh nhạy trong việc lựa chọn thời điểm thực hiện các dự án đầu tư của công ty trong thời gian qua. Nhờ vào lợi thế cạnh tranh của công ty, chúng tôi tin rằng công ty sẽ tiếp tục giữ vững vị thế của mình và tăng trưởng mạnh trong thời gian tới.

**Đối với phần xác định giá trị doanh nghiệp**, do hạn chế về mặt thông tin và chưa tiến hành phỏng vấn với Ban điều hành của công ty, kết quả định giá của chúng tôi dựa trên mô hình hoạt động hiện tại của Công ty mà chưa bao gồm phần đóng góp trong tương lai của các dự án: (1) Dự án Tòa nhà VIPCO-Tower tại số 37 Phan Bội Châu, (2) Dự án Cảng Container, và (3) Dự án Cảng Xăng Dầu. Theo đó, giá mục tiêu ước tính ở mức 22.000 đồng/cổ phiếu, cao hơn 21.5% so với mức giá hiện tại.

**Phân tích giao dịch** của công ty trong thời gian qua, chúng tôi ghi nhận sự tích lũy của lực cầu quanh mức giá 17.000-18.000 đồng. Sức mạnh dòng tiền và sự thay đổi giá hàng ngày có mối quan hệ tương quan với nhau. Hai yếu tố này đều diễn biến không ổn định trong quá khứ nhưng đã có dấu hiệu ổn định dần trong các phiên giao dịch gần đây. Biểu đồ giá cũng có dấu hiệu thay đổi và được củng cố theo chiều hướng tích cực. Điều này có thể cho thấy sẽ sớm có sự thay đổi giá trong ngắn hạn.

Hình 1: Phân tích luồng tiền



Hình 2: Định giá cơ bản

Phương pháp	Giá ước tính	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFF	20,905	25%	5,226
FCFE	14,857	25%	3,714
PE	26,059	15%	3,909
PB	16,643	15%	2,496
EV	36,946	20%	7,389
<b>Tổng bình quân</b>			<b>22,735</b>

Nguồn: AVSC

## Bản Quyền và Điều khoản sử dụng

**Analyst:** Trần Lương Thanh Tùng

Điện thoại: 0907 79 39 81

Email: tungttt@avsc.com.vn

**Công ty Cổ phần Chứng Khoán Âu Việt**

Lầu 3, số 194 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. HCM

Tel: (848) 3821 6789

Fax: (848) 3821 3399



### Điều khoản miễn trách

Bản báo cáo phân tích này được cung cấp bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Âu Việt (AVSC). Mặc dù các thông tin trong báo cáo được AVSC xem là đáng tin cậy, tuy nhiên AVSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích tại thời điểm lập báo cáo, không được xem là quan điểm của AVSC.

Nội dung bản báo cáo chỉ mang tính tham khảo và AVSC không chịu trách nhiệm đối với những quyết định mua bán chứng khoán do tham khảo báo cáo này.