

2009

# BÁO CÁO PHÂN TÍCH MASERCO



Bộ phận Phân tích

Alpha Securities J.S. Company

12/18/2009

## MỤC LỤC

<b>GIẢI THÍCH CÁC THUẬT NGỮ</b>	<b>3</b>
<b>NHỮNG NÉT CHÍNH</b>	<b>4</b>
<b>TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP</b>	<b>5</b>
<b>PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>	<b>9</b>
Đầu ra .....	9
Đầu vào.....	13
<b>PHÂN TÍCH NGÀNH</b>	<b>16</b>
Ngành đóng tàu Việt Nam.....	16
Phân tích 5 yếu tố cạnh tranh – M.PORTER.....	21
<b>CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN</b>	<b>23</b>
Quản trị doanh nghiệp .....	23
Kế hoạch đầu tư.....	24
<b>PHÂN TÍCH SWOT</b>	<b>26</b>
<b>PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH</b>	<b>27</b>
Hệ số thanh khoản .....	27
Hệ số hoạt động.....	27
Đòn bẩy tài chính .....	28
Hệ số sinh lãi .....	29
Phân tích Dupont.....	30
<b>DỰ BÁO</b>	<b>31</b>
Kết quả sản xuất kinh doanh .....	31
Bảng cân đối kế toán .....	33
<b>ĐỊNH GIÁ</b>	<b>34</b>
Phương pháp định giá.....	34
Tỷ lệ chiết khấu .....	36
<b>PHỤ LỤC BÁO CÁO TÀI CHÍNH</b>	<b>37</b>

## GIẢI THÍCH CÁC THUẬT NGỮ

<b>APSC</b>	Công ty Cổ phần Chứng khoán Alpha
<b>DWT</b>	Trọng tải toàn phần bao gồm cả tàu và hàng
<b>TEU</b>	1 TEU tương đương với 1 container 20 feet
<b>BGTVT</b>	Bộ Giao thông Vận tải
<b>TCTHHVN</b>	Tổng Công ty Hàng hải Việt Nam
<b>HĐQT</b>	Hội đồng quản trị
<b>TNHH</b>	Trách nhiệm hữu hạn
<b>VINASHIN</b>	Tập đoàn Công nghiệp tàu thủy Việt Nam.
<b>IMO</b>	Hiệp hội Hàng hải Quốc tế
<b>DEUTSCHE BANKS</b>	Ngân hàng đầu tư Đức
<b>CNTT</b>	Công nghiệp tàu thủy
<b>EV</b>	Giá trị doanh nghiệp được tính bằng cách: Vốn hóa thị trường + vốn vay + lợi ích cổ đông thiểu số - tiền mặt và các khoản tương đương tiền.
<b>EBIT</b>	Lợi nhuận trước thuế + chi phí lãi vay
<b>EBITDA</b>	Lợi nhuận trước thuế + chi phí lãi vay + khấu hao tài sản cố định
<b>EV/EBIT</b>	Hệ số nhân EV/EBIT
<b>EV/EBITDA</b>	Hệ số nhân EV/EBITDA
<b>P/E</b>	Giá cổ phiếu chia cho EPS
<b>EPS</b>	Lợi nhuận sau thuế chia cho số cổ phiếu đang lưu hành
<b>P/B</b>	Giá cổ phiếu chia cho giá trị vốn chủ sở hữu sổ sách
<b>DFCF</b>	Chiết khấu dòng tiền dành cho doanh nghiệp

## NHỮNG NÉT CHÍNH

### KHUYẾN NGHỊ: MUA GIÁ MỤC TIÊU: 16,899 VNĐ

**Bảng 1: Dữ liệu cổ phiếu**

Giá (đồng)	16,899
Số lượng CP lưu hành	3,200,000
EPS dự báo (đồng)	831
P/E (dự báo 2009)	20.3
P/B (dự báo 2009)	1.08

**Bảng 2: Chỉ tiêu tài chính**

Đơn vị: Triệu đồng	2006	2007	2008
Tổng tài sản	64,325	164,622	145,268
Nguồn vốn CSH	13,140	16,600	51,851
Doanh thu thuần	65,824	122,943	159,479
Lợi nhuận trước thuế	5,764	8,032	5,051
Lợi nhuận sau thuế	4,957	6,869	3,717

**Bảng 3: Chỉ số tài chính cơ bản**

Chỉ tiêu	2006	2007	2008
<b>Khả năng thanh toán</b>			
Thanh toán ngắn hạn	1.09	0.96	1.14
Thanh toán nhanh	0.93	0.53	0.70
<b>Khả năng sinh lợi</b>			
Lợi nhuận biên gộp	12.6%	14.8%	13.1%
Lợi nhuận biên sau thuế	7.5%	5.6%	2.4%
ROA	7.7%	4.2%	2.6%
ROE	37.8%	36.8%	7.3%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>			
Vòng quay phải thu	2.63	2.70	2.77
Vòng quay hàng tồn kho	9.21	3.90	3.20
Vòng quay tổng tài sản	1.38	1.07	1.03
Vòng quay vốn CSH	6.72	7.74	4.53

### NHẬN ĐỊNH:

- Trong thời gian tới, Maserco có kế hoạch tái cơ cấu Doanh nghiệp trên cơ sở thu hẹp bộ phận đóng tàu, tập trung đầu tư phát triển về chất đối với mảng cung cấp dịch vụ hàng hải.
- Công ty sẽ đầu tư và phát triển hoạt động kinh doanh trên khu đất Đình vũ đã được phê duyệt cấp sử dụng. Khu đất này nằm trên khu vực trung tâm phát triển cảng biển và khu công nghiệp thực sự của Hải phòng và khu vực Miền Bắc.
- Thêm vào đó các dự án hợp tác kinh doanh như Công ty Xếp dỡ Hải An, Tân cảng, Cảng Đoạn xá, cảng Chùa vẽ, sẽ là những điểm tựa vững chắc giúp công ty thành công trong các hoạt động kinh doanh dịch vụ cảng biển của mình.
- Công ty sẽ mở rộng địa bàn hoạt động không chỉ ở Hải Phòng, TP Hồ Chí Minh mà còn ở Đà Nẵng.
- Ngoài ra với việc sở hữu một đội ngũ lãnh đạo trẻ và có nhiều kinh nghiệm hoạt động trong ngành sẽ là một nhân tố tích cực góp phần trong sự phát triển của công ty.
- Nguồn lực tài chính của Công ty được củng cố khi công ty thực hiện tăng vốn chủ sở hữu từ nguồn trái phiếu chuyển đổi và phát hành cổ phiếu thưởng.
- Theo nhận định của chúng tôi khả năng sinh lời sẽ tăng trở lại khi khu vực ngành nghề dịch vụ sẽ đóng góp vào hiệu quả kinh doanh của Maserco nhiều hơn. Hơn nữa, khi dự án đi vào khai thác thì Maserco sẽ lấy lại vị thế và đà tăng trưởng mạnh như các năm trước.
- Theo định giá của chúng tôi thì giá Maseco là 16,899 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi cũng nhấn mạnh rằng, trong xu hướng suy thoái của ngành thì việc Maserco vẫn trụ vững và có lãi cho thấy Maserco là một doanh nghiệp phát triển tương đối bền vững.
- Do vậy, với những nhận định trên thì nhà đầu tư có thể xem xét mua Maserco với giá giao động ở mức 16,000 đồng/cổ phiếu.

## TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Năm 1984, Bộ Giao thông vận tải (BGTVT) có Quyết định số 822 QĐ/TCCB về việc đổi tên Xí nghiệp liên hiệp công trình đường biển thành Xí nghiệp cơ khí giao thông 123 trực thuộc liên hiệp các xí nghiệp xây dựng giao thông khu vực I.

Tháng 04/1986, đổi tên Xí nghiệp cơ khí giao thông 123 thành Nhà máy sửa chữa thiết bị cảng biển tại Quyết định số 386 QĐ/TCCB của Bộ Giao thông vận tải và trực thuộc Tổng Công ty Hàng hải Việt Nam.

Tháng 07/1991, tại Quyết định số 695 QĐ/TCCB của BGTVT về việc sáp nhập Công ty kinh doanh dịch vụ đường biển lấy tên là: Công ty Cung ứng và Dịch vụ kỹ thuật Hàng Hải I.

Ngày 14/08/2003, theo Quyết định số 2375/QĐ-BGTVT của Bộ trưởng Bộ Giao thông vận tải về việc chuyển doanh nghiệp Nhà nước Công ty Cung ứng và Dịch vụ kỹ thuật Hàng hải I, trực thuộc Tổng Công ty Hàng hải Việt Nam (TCTHHVN) thành Công ty Cổ phần Cung ứng và Dịch vụ kỹ thuật Hàng Hải, giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 0203000582 ngày 29/09/2003 do Sở Kế hoạch và Đầu tư Hải Phòng cấp.

### Hoạt động kinh doanh trong các lĩnh vực

Dịch vụ đại lý tàu biển;

Dịch vụ đại lý vận tải đường biển;

Dịch vụ môi giới hàng hải;

Dịch vụ cung ứng tàu biển;

Dịch vụ kiểm đếm hàng hóa;

Dịch vụ lai dắt tàu biển;

Dịch vụ sửa chữa tàu biển tại cảng;

Dịch vụ vệ sinh tàu biển;

Dịch vụ bốc dỡ hàng hóa tại cảng biển;

Đóng mới và sửa chữa phương tiện thủy, bộ, container;

Gia công kết cấu thép và sửa chữa thiết bị cảng biển;

Kinh doanh xuất nhập khẩu vật tư, thiết bị, hàng hóa.

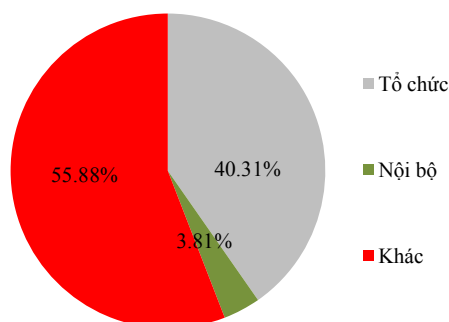
## Danh sách Công ty con và đầu tư dài hạn

Bảng 4: Danh sách Công ty con và đầu tư dài hạn				
Tên Công ty	Vốn điều lệ (VNĐ)	Tỷ lệ góp vốn		Vốn góp thực tế (VNĐ)
		Theo giấy phép	Thực tế	
<b>Đầu tư vào Công ty con</b>				<b>880,000,000</b>
Công ty TNHH Dịch vụ Container Maserco	1,600,000,000	55%	55%	880,000,000
<b>Đầu tư dài hạn</b>				<b>11,991,000,000</b>
Công ty Cổ phần Hàng hải Nam Dương	8,600,000,00	30%	24.3%	2,090,000,000
Công ty Cổ phần Đóng mới và sửa chữa tàu Hải An	100,000,000,000	9.9%	9.9%	9,901,000,000
Công ty Cổ phần Hải Minh	100,000,000,000	3%	2.5%	2,500,000,000
Công ty Cổ phần Xây dựng và Vận tải Hải Đăng	50,000,000,000	2%	0.5%	500,000,000

Nguồn: Bản cáo bạch Maserco

## Cơ cấu vốn cổ đông

Biểu đồ 1: Cơ cấu vốn cổ đông



Nguồn: Bản cáo bạch Maserco

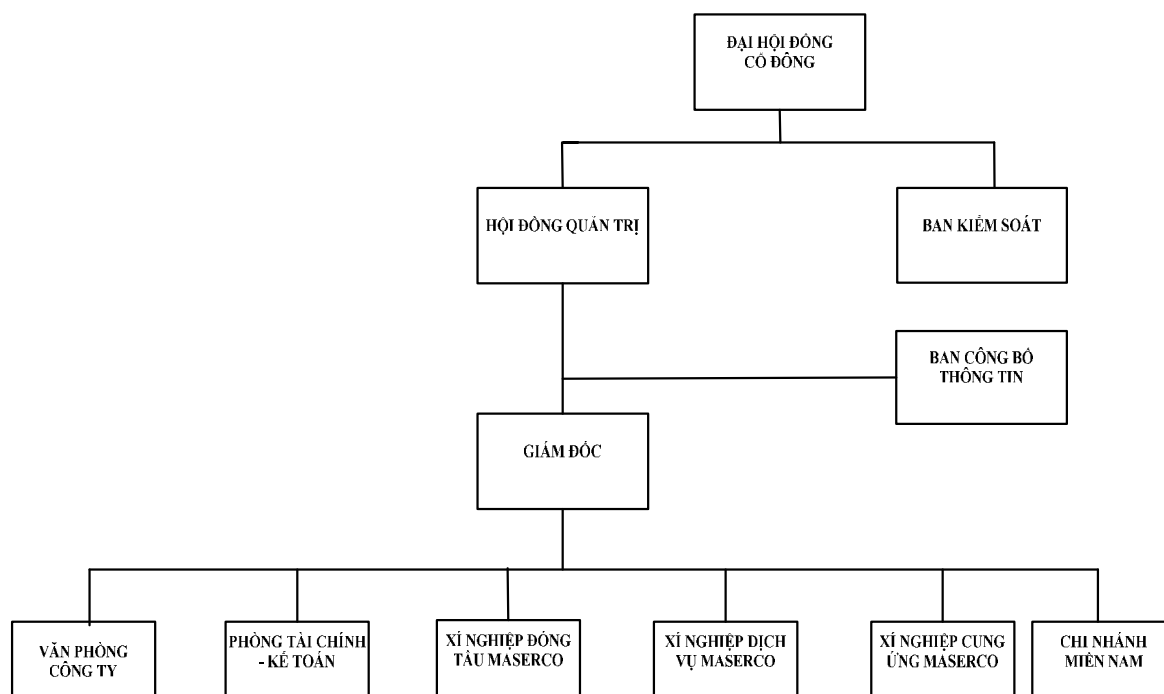
## Quản trị và điều hành

<b>Bảng 5: Hội đồng quản trị và Ban điều hành Maserco</b>		
<b>Tên</b>	<b>Vị trí trong HĐQT</b>	<b>Vị trí trong Ban điều hành</b>
Ông Nguyễn Văn Cường	Chủ tịch	Không
Ông Nguyễn Văn Việt	Phó Chủ tịch	Không
Ông Tạ Mạnh Cường	Ủy viên	Giám đốc
Ông Nguyễn Văn Thủy	Ủy viên	Không
Ông Phạm Văn Thót	Ủy viên	Phó Giám đốc
Ông Nguyễn Văn Dung	Ủy viên	Không
Bà Triệu Thị Thu Hạnh	Ủy viên	Không
Phạm Văn Cát	Ủy viên	Không
Trần Văn Bài	Ủy viên	Không

*Nguồn: Bản cáo bạch Maserco*

## Mô hình hoạt động (biểu đồ 2)

Maserco hoạt động theo mô hình Công ty cổ phần từ năm 2003, địa chỉ tại số 8A đường Vạn Mỹ, quận Ngô Quyền – Hải Phòng.



### **Quản trị và điều hành Maserco**

Hiện nay, Maserco có 9 thành viên Hội đồng quản trị trong đó có Chủ tịch và 1 Phó Chủ tịch. Hội đồng quản trị của Maserco hầu như không tham gia vào việc hành doanh nghiệp và chỉ có Ông Tạ Mạnh Cường (Ủy viên HĐQT) tham gia vào việc điều hành và giữ chức Giám đốc và 1 Phó Giám đốc là Ông Phạm Văn Thót (Ủy viên HĐQT).

**Ông Nguyễn Văn Cường** – sinh năm 1965 là Chủ tịch HĐQT không nằm trong Ban điều hành Công ty. Với trình độ chuyên môn là Thạc sĩ Kinh tế Vận tải Biển, từ năm 1990 đến năm 2000, ông làm việc tại Công ty liên doanh Germartrans Việt Nam và Công ty Cổ phần Germadept. Từ năm 2000 đến nay ông làm việc tại Maserco.

**Ông Tạ Mạnh Cường** – sinh năm 1965 là Ủy viên HĐQT kiêm Giám đốc Công ty. Với trình độ chuyên môn là Kỹ sư Xây dựng và Cử nhân Kinh tế, từ năm 1988 đến năm 2000, ông làm việc tại Xí nghiệp giày dép số 5 Hải Phòng và Công ty liên doanh TNHH GIANT-V, từ năm 2000 đến nay ông làm việc tại Maserco.

### **Nhân sự**

Tính đến 31/12/2008, Maserco có 565 lao động trong đó nhân viên quản lý là 42 người, số lao động có trình độ đại học trên đại học chiếm 14%.

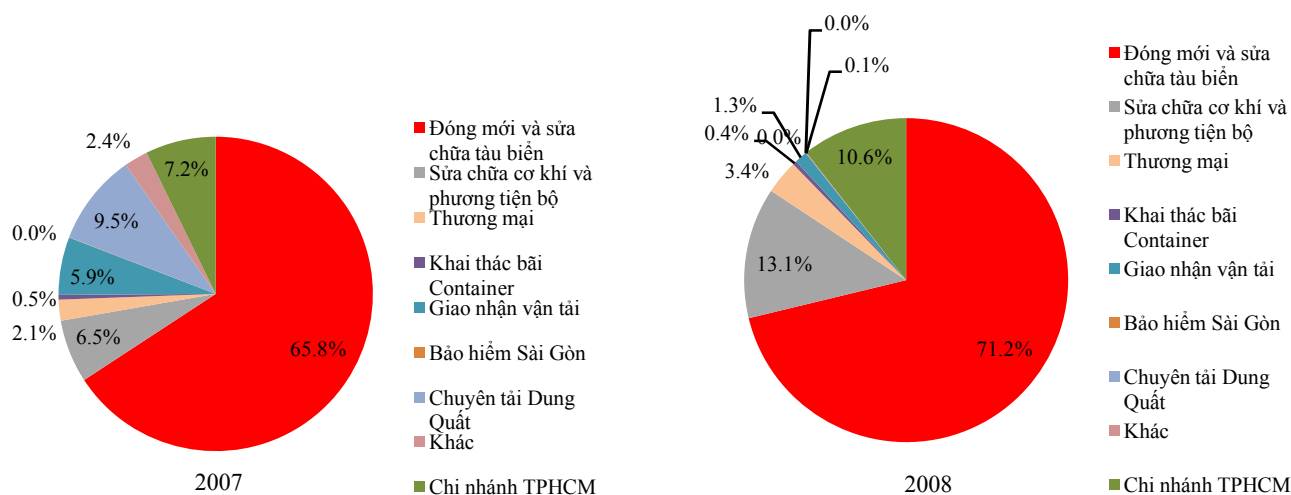


## PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Đầu ra

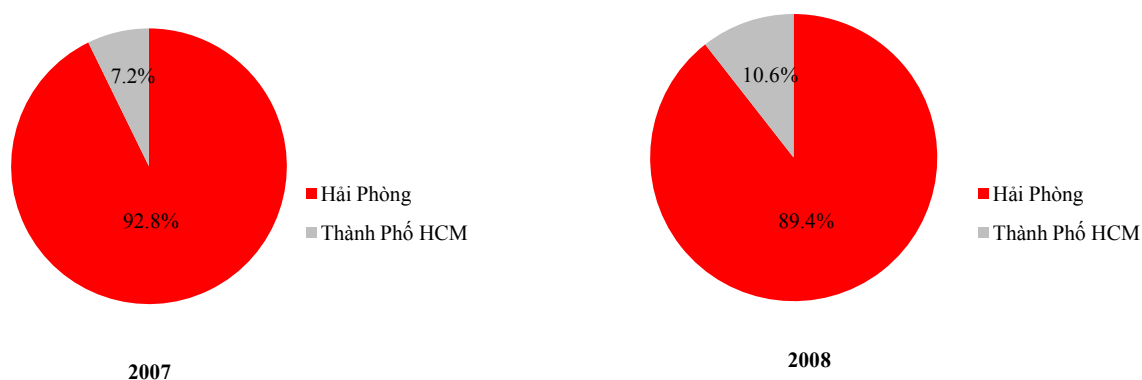
### Sản phẩm và dịch vụ

**Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu dịch vụ**



Nguồn: Báo cáo tài chính Maserco

**Biểu đồ 4: Cơ cấu doanh thu theo khu vực**



Nguồn: Báo cáo tài chính Maserco

## Hoạt động kinh doanh đóng mới và sửa chữa tàu biển

Công ty Cổ phần Cung ứng và Dịch vụ kỹ thuật hàng hải (Maserco) hiện có xưởng sửa chữa tàu thủy nằm tại số 1 đường Ngô Quyền, phường Máy Chai, quận Ngô Quyền, TP. Hải Phòng. Nhằm đáp ứng nhu cầu sản xuất kinh doanh, phục vụ tốt công tác sửa chữa, đóng mới đội tàu trong nước, Maserco đã từng bước phát triển, chuyên sâu đóng mới, sửa chữa các loại tàu vận tải thủy nội địa và tàu biển. Đặc biệt, Maserco đã đảm nhận nhiều hợp đồng đóng mới tàu biển trọng tải tới 4.000 DWT với công suất 3 - 4 chiếc/năm tại đường triển hiện hữu và từng bước khẳng định vị trí, uy tín trên thị trường đóng mới trong khu vực, đáp ứng yêu cầu của các chủ tàu.

<b>Bảng 6: Kinh doanh đóng mới và sửa chữa tàu biển</b>			<b>Đơn vị: Triệu VND</b>
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>6T/2009</b>
Doanh thu đóng mới và sửa chữa tàu biển	80,872	113,597	30,038
Tỷ trọng trong doanh thu thuần (%)	65.8%	71.2%	41.1%
Giá vốn	68,483	103,727	29,821
Tỷ lệ lãi gộp (%)	15.3%	8.7%	0.7%

*Nguồn: Báo cáo tài chính Maserco*

Doanh thu từ hoạt động kinh doanh đóng mới và sửa chữa tàu biển luôn chiếm tỷ trọng trên 60% trong cơ cấu doanh thu của Maserco. Cụ thể, chiếm 65.8% (đạt 80,8 tỷ đồng) năm 2007 và 71.2% trong năm 2008 (đạt 113,6 tỷ đồng), tốc độ tăng trưởng năm 2008 là 40.5% với mức tăng 32,7 tỷ đồng. Mặc dù tỷ trọng doanh thu từ hoạt động kinh doanh này đã có sự giảm dần qua các năm từ 2005 đến 2007 (từ mức 77.2% xuống 65.8%) nhưng sang năm 2008 thì doanh thu từ mảng hoạt động này đã tăng lên mức 71.2%. Doanh thu từ mảng hoạt động kinh doanh này vẫn đang có sự tăng trưởng tốt nhưng chi phí giá vốn đầu vào tăng mạnh hơn làm tỷ suất lợi nhuận gộp giảm dần từ 15.3% năm 2007 xuống mức 8.7% năm 2008 và trong 6 tháng đầu năm 2009 thì tỷ suất này chỉ còn 0.7%. Nguyên nhân chính là do cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới và kinh tế Việt Nam đã ảnh hưởng đến thị trường đóng tàu trong và ngoài nước, bên cạnh đó lạm phát tăng cao đã đẩy chi phí đầu vào tăng mạnh dẫn đến thu nhập từ hoạt động này đang có sự giảm sút trong năm 2008 và 6 tháng năm 2009.

## Hoạt động kinh doanh khai thác container và các dịch vụ hàng hải

Bảng 7: Kinh doanh khai thác container và các dịch vụ hàng hải			Đơn vị: Triệu đồng
Chỉ tiêu	2007	2008	6T/2009
Khai thác container và các dịch vụ hàng hải	42,069	45,881	43,071
Tỷ trọng trong doanh thu thuần (%)	34.2%	28.8%	58.9%
Giá vốn	36,311	34,812	36,394
Tỷ lệ lãi gộp (%)	13.7%	24.1%	15.3%

Nguồn: Báo cáo tài chính Maserco

Các dịch vụ khác như: Giao nhận vận tải, sửa chữa container, bãi chứa container và làm khung treo trong container, bảo hiểm, dự án chuyên tải Dung Quất mang lại hiệu quả kinh tế cao và góp phần vào sự tăng trưởng doanh thu, đặc biệt đã giải quyết được những khó khăn trước mắt khi hoạt động kinh doanh chính của Maserco gặp khó khăn do thị trường bị thu hẹp. Việc kết hợp giữa các chức năng sẵn có và các dịch vụ mới đã mang lại cho Maserco một diện mạo mới trên thương trường.

Cụ thể, tỷ trọng doanh thu từ các mảng kinh doanh này chiếm 34.2% năm 2007 (đạt 42,069 tỷ đồng) và 28.8% trong năm 2008 (đạt 45,881 tỷ đồng), đến hết 6 tháng năm 2009 thì tỷ trọng từ các mảng kinh doanh này đã lên đến 58.9%. Tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2007 đạt 101.2% so với năm 2006 và năm 2008 tăng 9.1% so với năm 2007.

Cùng với tốc độ tăng trưởng doanh thu là giá vốn hàng bán, trong năm 2007, giá vốn hàng bán tăng 101.8% (cao hơn doanh thu) và năm 2008 giảm 4.1% điều đó đã đưa tỷ suất lợi nhuận gộp từ mức 13.7% năm 2007 lên 24.1% năm 2008, trong 6 tháng đầu năm 2009 tỷ suất này đã ở mức 15.3%. Do vậy, các mảng kinh doanh này đã hỗ trợ rất tốt cho mảng kinh doanh truyền thống và góp phần vào sự ổn định của doanh thu cũng như lợi nhuận gộp. Trong thời gian tới, Maserco có kế hoạch tái cơ cấu lại Doanh nghiệp trên cơ sở thu hẹp bộ phận đóng tàu, tập trung đầu tư phát triển về chất đối với khu vực ngành nghề dịch vụ.

## Hệ thống khách hàng

### Hệ thống khách hàng năm 2007 bao gồm:

**Bảng 8: Hệ thống khách hàng năm 2007**

STT	Tên khách hàng	Sản phẩm và dịch vụ cung cấp	Tổng dự toán (Triệu VNĐ)
1	Cty TNHH VTB Phú Đạt	Đóng mới tàu Phú Đạt 28	24,260
2	Cty CP VTB Giang Minh	Đóng mới tàu Giang Minh	43,268
3	Cty TNHH vận tải sông biển Liên Thành	Đóng mới tàu Liên Thành 18	30,339
4	Cty CP Vận tải thủy bộ Trường Phát	Đóng mới tàu Trường Phát 18	30,000
5	Cty TNHH VTB Thanh Phong	Đóng mới tàu Thanh Phong 35	18,000
6	Cty TNHH VTB Phú Long	Đóng mới tàu Phú Long 06	43,984
7	Cty TNHH Vận tải sông biển Phú Đạt	Đóng mới tàu hàng	35,000
8	Cty TNHH Vận tải Hải Phòng	Đóng mới tàu hàng	32,000

*Nguồn: Bản cáo bạch Maserco*

### Hệ thống khách hàng năm 2008 và 2009

**Bảng 9: Hệ thống khách hàng năm 2008 và 2009**

STT	Tên khách hàng	Sản phẩm và dịch vụ cung cấp	Tổng dự toán (Triệu VNĐ)
1	Cty TNHH Vận tải Hải Phòng	Đóng mới tàu hàng	35,000
2	Cty CP Hàng hải Nam Dương	Đóng tàu container 72 TEUS	10,100

*Nguồn: Bản cáo bạch Maserco*

Khách hàng của Maserco chủ yếu là các Công ty vận tải trong nước và hiện nay Maserco đã đóng được tàu biển có trọng tải 4.000 DWT với công suất 3 - 4 chiếc/năm sẽ giúp cho Maserco có nhiều hợp đồng mới và khẳng định vị thế trên thị trường đóng tàu thông qua các chính sách phục vụ khách hàng, cung cấp cho khách hàng những sản phẩm tốt nhất bằng uy tín chất lượng dịch vụ của Công ty. Trong thời gian tới, Maserco đặt ra chiến lược tạo ra một mạng lưới khách hàng thông qua việc áp dụng công nghệ mới để nâng hơn nữa chất lượng dịch vụ và mức giá cạnh tranh.

## Công nghệ - năng lực sản xuất

Về thiết bị công nghệ sản xuất: công nghệ sửa chữa, đóng mới tàu của Công ty chủ yếu ở dạng công nghệ đơn giản phục vụ sửa chữa và đóng mới tàu vận tải bằng phương pháp lắp ráp thay thế chi tiết, cụm chi tiết và phổ biến là thủ công. Các thiết bị sản xuất chính đã được đầu tư tại Công ty gồm 2 xe cẩu 15T, 2 xe nâng 1-2,5T, 1 máy lốc tôn, 1 máy dập, 1 máy uốn định hình, 2 máy tiện kim loại, 2 máy bào, 2 máy khoan, 74 máy hàn điện cơ, 7 máy hàn tự động, 5 máy hàn 1 chiều.

Nhìn chung cơ sở hạ tầng, trang thiết bị công nghệ của Công ty trong vài năm gần đây đã được đầu tư nhưng đều ở quy mô nhỏ, chủ yếu phục vụ đóng mới các tàu vận tải dưới 4.000 T với công suất 3-4 chiếc/năm; chưa có thiết bị nâng vận chuyển cỡ lớn để đóng tổng đoạn. Vị trí của Công ty nằm ngay khu trung tâm đô thị chính xung quanh là khu vực dân cư không còn khả năng mở rộng phát triển. Năm 2001, Công ty có kế hoạch cải tạo mặt bằng sản xuất phục vụ đóng mới, sửa chữa tàu lớn hơn, song do thành phố có chủ trương mở rộng đường Ngô Quyền, lấn sâu khoảng 30m vào trong mặt khu đất nên việc cải tạo gặp nhiều khó khăn; mặt khác do những thay đổi về thị trường đóng mới và sửa chữa tàu trong nước và khu vực Hải Phòng, nhu cầu đóng mới gam tàu 6.500 DWT cho các doanh nghiệp vận tải trong nước rất lớn nên việc cải tạo xưởng cũ để đóng mới gam tàu này không còn phù hợp với nhu cầu thị trường. Theo điều chỉnh quy hoạch hệ thống Công nghiệp tàu thủy Việt Nam đến năm 2015 và định hướng đến năm 2020 đang trình Chính phủ phê duyệt, giai đoạn từ nay đến 2010 cơ sở này vẫn tiếp tục duy trì năng lực, tập trung đóng, sửa chữa các loại phương tiện thủy nội địa, tàu nhỏ và dịch chuyển dần sang làm dịch vụ kinh doanh khác phù hợp với quy hoạch phát triển đô thị và chức năng, ngành nghề sản xuất của Công ty,

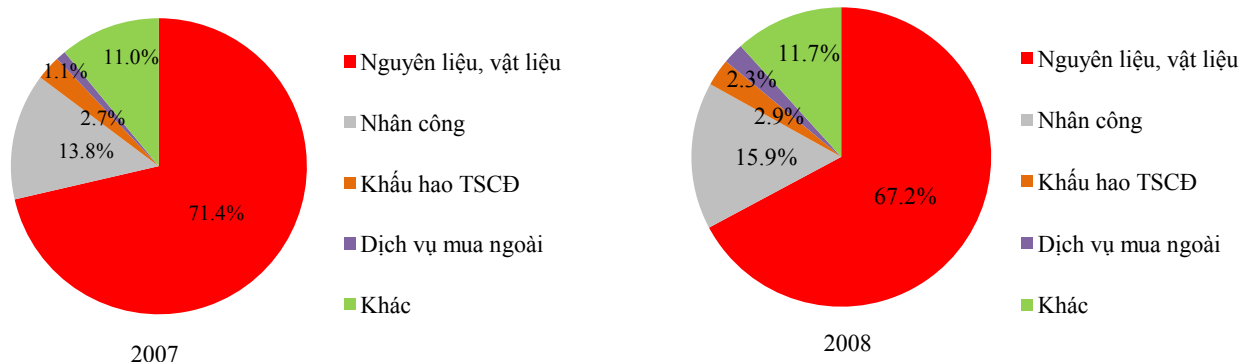
Tuy nhiên, so với kho bãi của các doanh nghiệp khác chủ yếu tập trung tại khu vực trung tâm khai thác container của Cảng Hải Phòng - khu vực Chùa Vẽ, bãi container của Công ty hẹp và đường vào bãi hơi nhỏ gây bất tiện cho các xe chở container khi ra vào. Chất lượng bãi còn thấp nên không đảm bảo cho việc khai thác làm hàng container trong mùa mưa, phương tiện xếp dỡ tại bãi không đồng bộ và có chất lượng thấp dẫn đến lượng dịch vụ không cao. Chính vì những yếu điểm như thế nên việc thiết lập một mạng lưới dịch vụ container tại khu vực Đình Vũ kết hợp với dịch vụ đóng mới và sửa chữa tàu là vấn đề rất cần thiết trong giai đoạn hiện nay.

## Đầu vào

Hoạt động kinh doanh chính của Maserco là dịch vụ sửa chữa và đóng mới phương tiện giao thông thủy cùng với dịch vụ vận tải container, do đó nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu là các loại vật tư bao gồm: sắt, thép, dầu diesel và xăng dầu các loại. Giá các mặt hàng sắt thép (đặc biệt là tấm thép dùng làm nguyên liệu đóng tàu) luôn chịu sự tác động của thị trường thế giới, giá cả xăng dầu trên thế giới cũng như tại Việt Nam có nhiều biến động và làm tăng chi phí đầu vào của Maserco, làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của Công ty. Tuy nhiên, Maserco là khách hàng truyền thống lâu năm nên nguồn nguyên liệu đầu vào và dịch vụ của Công ty được cung cấp thường xuyên, đều đặn và đáp ứng kịp thời gian thi công các dự án của Công ty.

## Chi phí sản xuất

**Biểu đồ 5: Cơ cấu chi phí sản xuất**



Nguồn: Báo cáo tài chính Maserco

### Chi phí nguyên vật liệu

Chi phí nguyên vật liệu chính sử dụng trong hoạt động kinh doanh của Maserco là sắt, thép, xăng, dầu diesel. Những nguyên liệu này đóng vai trò rất quan trọng trong việc đóng mới và sửa chữa tàu, dịch vụ container, trong cơ cấu chi phí sản xuất thì chi phí nguyên vật liệu năm 2008 chiếm 67.2%. Tuy nhiên, so với năm 2007 thì tỷ trọng chi phí này đã giảm từ 71.4% xuống 67.2%, về mặt tốc độ tăng trưởng thì so với năm 2007 tăng 2.6% (tuyệt đối tăng 2,043 triệu đồng). Năm 2008 là năm khủng hoảng kinh tế toàn thế giới, tại Việt Nam trong những tháng đầu năm, lạm phát gia tăng mạnh nhưng chi phí nguyên vật liệu đầu vào của Maserco chỉ tăng có 2.6% (thấp hơn tốc độ tăng 121.7% của năm 2007 và 20% của năm 2006).

### Chi phí nhân công

Năm 2008, chi phí nhân công chiếm tỷ trọng 15.9% so với 13.8% của năm 2007. Thực hiện chính sách của Bộ Lao động Thương binh và Xã hội trong việc tăng lương tối thiểu cho người lao động, năm 2008 chi phí nhân công tăng 25.4% từ mức 15,1 tỷ đồng lên 19 tỷ đồng.

### Khấu hao tài sản cố định

Maserco thực hiện khấu hao theo phương pháp đường thẳng, chi phí này chiếm 2.7% trong chi phí sản xuất năm 2007 và tăng lên 2.9% trong năm 2008. Việc kết chuyển chi phí xây dựng cơ bản dở dang sang tài sản cố định làm tăng chi phí khấu hao thêm 546.7 triệu đồng từ mức 8,897 triệu đồng lên 9,639 triệu đồng.

**Dịch vụ mua ngoài**

Năm 2007, dịch vụ mua ngoài chiếm 1.1% chi phí sản xuất và tăng lên 2.3% trong năm 2008 với mức tăng 1,5 tỷ đồng (tương đương tăng 130.2%). Dịch vụ mua ngoài chủ yếu phục vụ cho các hoạt động kinh doanh còn lại của Maserco ngoài hoạt động kinh doanh chính là đóng mới và sửa chữa tàu, dịch vụ vận chuyển container.

**Chi phí khác**

Chi phí khác chiếm 11% chi phí sản xuất năm 2007 và 11.7% trong năm 2008. Đây là khoản chi phí lớn thứ 3 trong chi phí sản xuất, với tốc độ tăng trưởng 16.1% so với năm 2007.

## PHÂN TÍCH NGÀNH

### Tổng quan ngành tàu Việt Nam

Với đường bờ biển dài trên 3.200 km và giá nhân công thấp, Việt Nam có một tiềm năng lớn để phát triển ngành công nghiệp đóng tàu. Tuy nhiên, do cơ sở hạ tầng nghèo nàn và công nghệ thô sơ, ngành đóng tàu vẫn trong giai đoạn phát triển ban đầu.

Việt Nam có hơn 115 nhà máy sửa chữa và đóng tàu trực thuộc Bộ Quốc phòng, Bộ Thủy sản và Bộ Giao thông Vận tải. Bộ Giao thông Vận tải sở hữu số lượng lớn nhất chiếm trên 70% công suất đóng tàu của ngành.

Phần lớn sản phẩm của các nhà máy đóng tàu trong nước là các tàu hàng và tàu đánh bắt hải sản xa bờ. Các nhà máy đóng tàu trong nước hiện có khả năng đóng loại tàu chở hàng trọng tải 6.500 DWT. Số lượng các tàu chở dầu loại nhỏ, tàu nạo vét và tàu chở khách cũng đang tăng lên.

Những tàu thuyền loại nhỏ sản xuất trong nước đã được xuất khẩu sang các nước láng giềng như Lào, Căm-pu-chia và Trung Quốc. Các nhà máy đóng tàu trong nước có khả năng sửa chữa tàu thuyền trọng tải lên tới 50.000 DWT. Riêng công ty tàu biển Hyundai-Vinashin, một liên doanh giữa Nhà máy Đóng tàu Mipo Hyundai Hàn Quốc và Tập đoàn Công nghiệp Tàu thủy Việt Nam (VINASHIN) có khả năng sửa chữa các tàu thuyền có trọng tải tới 100.000 DWT. Liên doanh này hiện đang là nhà máy sửa chữa tàu thủy lớn nhất ở vùng Đông Nam Á.

Theo tạp chí Fairplay (Đăng Kiểm Anh) bầu chọn năm 2007, Việt Nam nằm trong danh sách 5 cường quốc đóng tàu trên thế giới do nhiều dự án đóng tàu trọng tải lớn xuất khẩu ra nước ngoài đã khẳng định được thương hiệu của ngành đóng tàu Việt Nam trên trường Quốc tế.

Bảng 10: Xếp hạng các Quốc gia	
Xếp hạng	Quốc gia
1	Hàn Quốc
2	Trung Quốc
3	Nhật Bản
4	Việt Nam
5	Các Quốc gia khác

Nguồn: Đăng kiểm Anh - 2007

Sở dĩ, Việt Nam được đứng trong hàng ngũ những nhà đóng tàu hàng đầu thế giới chủ yếu nhờ vào đội ngũ công nhân trẻ, năng động, nhiệt tình và có tay nghề kỹ thuật cao, ứng dụng công nghệ thông tin và những công nghệ đóng tàu hiện đại của thế giới, đầu tư theo chiều sâu cả về công nghệ lẫn yếu tố con người cũng như có chiến lược phát triển hợp lý. Trong những năm gần đây, ngành đóng tàu Việt Nam đã có những bước phát triển lớn, thỏa mãn nhu cầu trong nước và ký được nhiều hợp đồng đóng tàu xuất khẩu cho các nước trong khu vực Châu Âu, Nhật Bản và Hàn Quốc. Việt Nam đã chế tạo được các loại tàu có chất lượng, đạt tiêu chuẩn quốc tế như các seri tàu chở hàng trọng



tải từ 6.500 tấn đến 53.000 tấn, đã và đang đóng mới các loại tàu cao tốc phục vụ cho an ninh, quốc phòng, các loại tàu chở container, tàu chở dầu khô 105.000 tấn,...

### Dự báo thị trường đóng mới và sửa chữa tàu

**Đội tàu vận tải:** Hiện tại đội tàu biển trọng tải trên 200 DWT nước ta có khoảng 850 chiếc với tổng trọng tải 3.12 triệu DWT, trong đó đội tàu của Tổng Công ty Hàng hải Việt Nam (TCTHHVN) có 103 chiếc, tổng trọng tải 1.2 triệu DWT. Cơ cấu đội tàu nói chung còn chưa hợp lý, trọng tải tàu còn nhỏ, số tàu bách hóa chiếm 87% số chiếc và 65% về trọng tải, trong khi đó tàu container mới chỉ chiếm 2,9% số chiếc và khoảng 7,7% tổng trọng tải. Chất lượng, tình trạng kỹ thuật đội tàu ở mức trung bình, tuổi tàu khai thác bình quân 18.5 năm, nhu cầu bổ sung thay thế khá lớn.

Đội tàu thủy nội địa có khoảng 64.900 chiếc với tổng trọng tải 1.73 triệu TPT và 200 nghìn ghế hành khách. Đội tàu miền Bắc phổ biến là đoàn sà lan 4x200T và tàu tự hành 100 - 200T, tàu biển pha sông 400 - 1.000T; đội tàu miền Nam phổ biến là đoàn sà lan 4x400T, tàu tự hành 300 - 500T, tàu biển pha sông 2.000 - 5.000T; và miền Trung chủ yếu là loại phương tiện dưới 50T.

Qua phân tích thực trạng đội tàu biển của Việt Nam như trên và tốc độ tăng trưởng của ngành vận tải biển (cả vận tải biển quốc tế và vận tải thủy nội địa), nhu cầu bổ sung đội tàu biển Việt Nam đến năm 2010 và 2020 được tổng hợp sau đây:

<b>Bảng 11: Nhu cầu đội tàu biển Việt Nam đến 2010 và 2020</b>					
STT	LOẠI TÀU	2010		2011 - 2020	
		Số lượng (Chiếc)	Trọng tải (DWT,TEU)	Số lượng (Chiếc)	Trọng tải (DWT,TEU)
<b>1</b>	<b>Tàu hàng khô</b>	<b>102</b>	<b>1.088.000</b>	<b>260</b>	<b>2.784.000</b>
	3.500- 5.000 DWT	22	88.000	96	384.000
	6.500- 10.000 DWT	39	292.500	65	487.000
	10.000- 50.000 DWT	41	707.500	99	1.9112.500
<b>2</b>	<b>Tàu container</b>	<b>28</b>	<b>32.600</b>	<b>54</b>	<b>62.400</b>
	Đến 600 TEU	3	1.500	9	4.500
	601- 2.500 TEU	25	31.100	45	57.900
<b>3</b>	<b>Tàu dầu</b>	<b>25</b>	<b>493.000</b>	<b>45</b>	<b>920.800</b>
	3. 500- 5.000 DWT	4	16.000	16	60.800
	5.000- 10.000 DWT	6	42.000	15	105.000
	10.000- 100.000 DWT	15	435.000	25	755.000
<b>4</b>	<b>Tàu khách, tàu du lịch trên 200 ghế</b>	<b>29</b>		<b>57</b>	

Nguồn: Vinashin

**Thị trường đóng tàu xuất khẩu:** Trong vài thập kỷ gần đây, cùng với xu thế toàn cầu hoá và sự năng động của nền kinh tế Châu Á, ngành công nghiệp đóng tàu đã có xu hướng chuyển dịch từ Châu Âu sang Châu Á. Các nước được đánh giá phát triển nhanh là Nhật Bản hiện đã chiếm thị phần tới 33%, Hàn Quốc chiếm 42% sản phẩm đóng tàu thế giới... Nhưng đây là những nước có giá nhân công cao nên đang bị cạnh tranh gay gắt, năng lực đóng tàu của các nhà máy đều đã quá tải, nên xu hướng đầu tư công nghiệp đóng tàu đang hướng về các nước có nhân công rẻ, các yêu cầu về môi trường chưa khắt khe trong đó có Việt Nam. Bên cạnh đó, Việt Nam có lực lượng lao động dồi dào, trình độ lao động khá trong khu vực và có vị thế địa lý khá thuận lợi cho phát triển ngành hàng hải nói chung và ngành công nghiệp tàu thủy (CNTT) nói riêng. Vì vậy, nếu có định hướng đúng, có chính sách ưu tiên đầu tư hợp lý thì chúng ta có thể nắm bắt được thị trường này, tranh thủ được vốn đầu tư, liên doanh liên kết với các nước có ngành CNTT phát triển để đưa ngành CNTT Việt Nam phát triển đủ sức cạnh tranh với các nước trong khu vực và thế giới. Thực tế, trong mấy năm qua tuy cơ sở vật chất của ngành CNTT Việt Nam còn hạn chế, nhưng chúng ta đã có sản phẩm đóng tàu xuất khẩu, được các nước chấp nhận và cũng đã có được hợp đồng đóng 15 tàu trọng tải 53.000 DWT cho Vương quốc Anh và đã ký thoả thuận đóng tàu 5.000 – 75.000 DWT cho các chủ tàu Nhật Bản, Hy Lạp, Cộng hoà liên bang Đức, Đan Mạch, Thụy Điển, Pháp,... Đây là những tiền đề và cũng là những thách thức lớn cho khả năng xâm nhập vào thị trường đóng tàu thế giới của ngành CNTT Việt Nam.

**Thị trường sửa chữa đội tàu biển:** Hiện tại Tổng Công ty Hàng hải Việt Nam (TCTHHVN) có đội tàu gồm 103 chiếc với tổng trọng tải 1.2 triệu DWT. Thực hiện kế hoạch phát triển đội tàu biển Việt Nam đến năm 2010 thì TCTHHVN sẽ có khoảng 140 chiếc với tổng trọng tải khoảng 2.6 triệu DWT chiếm 58.5% tổng trọng tải tàu biển cả nước. Theo quy định của Đăng kiểm về khai thác đội tàu thông thường 2 – 2.5 năm cho 1 lần sửa chữa vừa và 2 lần sửa chữa vừa có 1 lần sửa chữa lớn thì số tàu cần sửa chữa của TCTHHVN có khoảng 75 - 90 lượt tàu/năm 2010.

Cùng với đội tàu biển của các ngành, địa phương đội tàu biển Việt Nam đến nay có khoảng 3.12 triệu DWT, đến năm 2010 có 4.45 triệu DWT và đến năm 2020 có 7.1 triệu DWT. Với tải trọng trung bình phát triển đội tàu 11.000 - 12.000 DWT/tàu. Đến 2010, Việt Nam có khoảng 400 chiếc và đến 2020 có khoảng 600 chiếc, khi đó nhu cầu sửa chữa chung đội tàu của Việt Nam cần khoảng 210 - 250 lượt tàu/năm 2010 và 300 – 390 lượt tàu /năm 2020.

Bên cạnh đó, với lưu lượng hoạt động đội tàu tại khu vực Hải Phòng – Quảng Ninh (nhóm cảng 1) và khu vực Tp.Hồ Chí Minh – Bà Rịa Vũng Tàu (nhóm cảng 5) với khối lượng hàng hóa qua cảng 55 - 60 triệu tấn/năm vào 2010 sẽ có khoảng 20.000 – 25.000 lượt/năm 2010 trong đó có khoảng 40 - 50% tàu nước ngoài. Lấy tỷ lệ tàu vào sửa chữa tại các nhà máy của chúng ta như trước đây (trước 2000) khoảng 1.5 - 3% thì sẽ có khoảng 230 – 310 lượt tàu/năm 2010 ở mỗi khu vực. Như vậy nhu cầu sửa chữa tàu biển là rất lớn.

<b>Bảng 12: Nhu cầu sửa chữa phương tiện vận tải biển</b>			
<b>STT</b>	<b>Loại phương tiện</b>	<b>Giai đoạn đến 2010</b>	<b>Giai đoạn đến 2020</b>
<b>1</b>	<b>Tàu Việt Nam</b>	<b>210 - 250</b>	<b>320 - 380</b>
1.1	Tổng Công ty HHVN	75 - 90	110 - 140
1.2	Các ngành khác	135 - 160	210 - 240
<b>2</b>	<b>Tàu nước ngoài</b>	<b>460 - 620</b>	<b>700 - 800</b>
2.1	Khu vực phía Bắc	230 - 310	350 - 400
2.2	Khu vực phía Nam	230 - 310	350 - 400
	<b>Tổng cộng</b>	<b>670 - 870</b>	<b>1.020 - 1.180</b>

*Nguồn: Vinashin*

## Thực trạng phát triển ngành

Bản chất của ngành đóng tàu là mang tính chu kỳ, cùng với các giai đoạn cực thịnh là các giai đoạn suy thoái. Từ gần 10 năm qua, dấu hiệu suy thoái của ngành đóng tàu đã thể hiện khá rõ ở các quốc gia hàng đầu trong lĩnh vực này. Thị trường đóng tàu thế giới đang bão hòa thì ngành đóng tàu của Việt Nam cũng không phải là ngoại lệ. Bên cạnh đó, sau một thời gian phát triển ngành đóng tàu Việt Nam đã bộc lộ những hạn chế, nhiều doanh nghiệp chủ yếu dựa vào vốn vay ngân hàng, công nghệ, thiết bị, cơ sở hạ tầng còn lạc hậu, thiếu nguồn nhân lực để nghiên cứu, ứng dụng và chuyển giao công nghệ. Cơ sở vật chất và trang thiết bị của các cơ sở đào tạo, cơ sở nghiên cứu khoa học, thử nghiệm và thiết kế tàu ở mức tương đương nhưng hiện tại tỷ lệ này vẫn còn rất thấp. Ngoài ra, sự mất cân đối trong tỷ lệ giữa các nhà máy đóng tàu và sửa chữa tàu biển đang là vấn đề, các nhà máy sửa chữa tàu tại Việt Nam có thể sửa chữa được tàu có trọng tải 6.500 tấn trở lên chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ, còn lại hầu hết những tàu lớn có trọng tải từ 20.000 tấn trở lên đều phải sửa chữa ở nước ngoài. Đây là điều đáng tiếc bởi ngành sửa chữa tàu sẽ thu được tiền ngay lập tức và doanh thu khá lớn, mặt khác sẽ gây thiệt hại về mặt tài chính cho chủ tàu, gây thất thoát ngoại tệ cho đất nước. Hơn nữa, nếu giải quyết được vấn đề ô nhiễm môi trường thì sẽ góp phần mang lại nhiều lợi ích chung cho toàn ngành đóng tàu.

Mặc dù ngành đóng tàu có sự phát triển lớn, đã đóng được những tàu có chất lượng và đạt tiêu chuẩn quốc tế nhưng hầu hết toàn bộ máy móc, vật tư đóng tàu đều phải nhập khẩu dẫn đến khả năng cạnh tranh đóng tàu của Việt Nam chưa cao, giá trị gia tăng trong sản phẩm đóng tàu là không lớn và chỉ chiếm khoảng 30% giá trị con tàu. Thực tế cho thấy, Việt Nam rất yếu trong lĩnh vực công nghiệp phụ trợ phục vụ cho công nghiệp đóng tàu. Theo ước tính, trên 90% vật liệu, máy móc và trang thiết bị dùng cho đóng và sửa chữa tàu biển trong nước phải nhập từ các nước Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc và Tây Âu. Điều này cho thấy, ngành đóng tàu ở Việt Nam hiện nay chưa thực sự mang đúng nghĩa là công nghiệp chế tạo, mà mới đang ở mức công nghiệp lắp ráp.

Trung tâm đóng tàu của thế giới hiện tập trung tại các quốc gia Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc chiếm đến 89% tổng sản lượng tàu đóng mới hàng năm. Trong khi đó, chỉ chiếm một số ít sản

lượng tàu đóng mới hàng năm nhưng các nước Tây Âu chiếm đến hơn 30% lợi nhuận thu được vì họ chỉ chuyên đóng những con tàu có chất lượng cao cùng với tỷ suất lợi nhuận cao.

Với Trung Quốc, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu hiện nay có thể là cơ hội cho họ thu hút các đơn đặt hàng ít ỏi nhằm chiếm ngôi đầu bảng của Hàn Quốc. Một biện pháp của họ đưa ra là giảm hoặc thậm chí miễn khoản tiền đặt cọc cho các hợp đồng đóng mới. Các khoản đặt cọc trước đây thường chiếm khoảng 70% giá trị hợp đồng. Đây là điểm khó không những cho các nhà quản lý của Việt Nam mà còn đối với các doanh nghiệp trong ngành.

Nguyên nhân ngành đóng tàu Việt Nam suy thoái nhanh chóng chính là Việt Nam làm ngành công nghiệp đóng tàu khi không có các lợi thế như những quốc gia hàng đầu thế giới về đóng tàu như Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc. Trong khi đó, Trung Quốc có thị trường nội địa lớn mà hiện tại Việt Nam không thể sánh bằng, nguồn hàng hóa giao thương giữa Trung Quốc và các nước là quá lớn. Hơn nữa, nhân công giá rẻ của họ cũng là một lợi thế. Một điểm khác là thời điểm bắt đầu của ngành đóng tàu Việt Nam tương đối chậm chạp khi Việt Nam bắt đầu là lúc thế giới đang tới điểm bão hòa.

## Phân tích 5 yếu tố cạnh tranh – M.PORTER (Biểu đồ 7)



### Đối thủ mới gia nhập ngành ở mức độ thấp

Hiện nay, Việt Nam có 115 nhà máy sửa chữa và đóng tàu trực thuộc Bộ Quốc phòng, Bộ Thủy sản và Bộ Giao thông Vận tải. Bộ Giao thông Vận tải sở hữu số lượng lớn nhất chiếm trên 70% công suất đóng tàu của ngành. Việc thành lập một doanh nghiệp trong ngành không phải là khó nhưng các doanh nghiệp mới sẽ không dễ dàng phát triển như mong đợi vì đa số các doanh nghiệp trong ngành hiện nay đều thuộc các bộ ngành của nhà nước với thị phần áp đảo đặc biệt là sự góp mặt của VINASHIN có bề dày nhiều năm hoạt động sẽ là nguy cơ thách thức rất lớn đối với các doanh nghiệp mới thành lập. Đây là mối đe dọa ở mức độ thấp đối với các doanh nghiệp trong ngành hiện nay.

### Sản phẩm thay thế ở mức độ thấp

Phần lớn diện tích trái đất là biển, thông thường đường biển đã phát triển xuyên châu lục từ rất sớm. Ngày nay, mặc dù các phương tiện vận tải như tàu, xe, máy bay,...nhưng để vận chuyển hàng hóa như xăng dầu, dầu khí thì khó có phương tiện nào thay thế được vận tải biển cả về tính an toàn, tiện lợi cũng như tiết kiệm về mặt chi phí. Do đó, ngành đóng tàu vẫn là ngành trụ cột trong việc giúp vận tải trên biển trong việc vận chuyển hàng hóa trên biển và chưa có phương tiện nào giúp vận chuyển hàng thay thế tàu chở hàng trên biển và mức độ thay thế là thấp.

### Sức mạnh của khách hàng ở mức độ trung bình

Ngành đóng tàu phát triển mạnh nhờ sự trao đổi và thông thương giữa các nước với nhau, đặc biệt khi Trung Quốc, Đông Nam Á và Đông Á đang vươn lên trở thành trung tâm kinh tế mới của thế giới và Việt Nam cũng đang trở thành quốc gia thu hút được nhiều nguồn vốn đầu tư, là địa điểm đầu tư hấp dẫn với các quốc gia khác nên việc trao đổi hàng hóa ngày càng phát triển. Hiện nay, khách hàng dùng tàu vận chuyển hàng hóa chủ yếu là các doanh nghiệp nhà nước hoặc đã được cổ phần hóa trực thuộc các Tổng Công ty. Trong khi đó, các doanh nghiệp đóng tàu đều thuộc doanh nghiệp nhà nước và các Tổng Công ty Nhà nước nên mối quan hệ đã có sẵn từ lâu và việc ép giá

trong việc đóng tàu hoặc chuyển sang đơn vị khác hầu như là rất ít, mặt khác năng lực đóng tàu có trọng tải lớn của Việt Nam còn hạn chế và đa số các tàu vận chuyển có trọng tải lớn đều được đóng ở nước ngoài. Do đó, sức mạnh của khách hàng ở mức độ trung bình.

### **Nhà cung cấp ở mức độ cao**

Toàn bộ máy móc, vật tư đóng tàu đều phải nhập khẩu giá trị gia tăng trong sản phẩm đóng tàu là không lớn và Việt Nam rất yếu trong lĩnh vực công nghiệp phụ trợ phục vụ cho công nghiệp đóng tàu hiện trên 90% vật liệu, máy móc và trang thiết bị dùng cho đóng và sửa chữa tàu biển trong nước phải nhập từ các nước Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc và Tây Âu. Điều này cho thấy, ngành đóng tàu ở Việt Nam hiện nay mới đang ở mức công nghiệp lắp ráp. Nhà cung cấp có thể sẽ kiểm soát giá các mặt hàng này và sẽ ảnh hưởng tới chi phí đóng tàu của các doanh nghiệp trong nước. Do vậy, sức mạnh của nhà cung cấp ở mức độ cao.

### **Mức độ cạnh tranh trong ngành trung bình**

Tổng hòa các yếu tố trên cho thấy mức độ cạnh tranh trong ngành đóng tàu ở mức độ trung bình, các doanh nghiệp trong ngành đã phát triển từ lâu và đa số đều trực thuộc các Bộ và Tổng Công ty Nhà nước và có nhiều khách truyền thống cũng như lâu năm. Trong khi đó, Chính phủ cũng đã có chiến lược phát triển ngành đóng tàu nhằm tăng năng lực như về công nghệ, lao động, đào tạo,... đưa ngành đóng tàu trở thành một trong những ngành mũi nhọn của Việt Nam.

## CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN

### Quản trị doanh nghiệp

Hiện nay Maserco đang triển khai mô hình quản lý sản xuất kinh doanh hai cấp:

**Một là** cấp Công ty bao gồm: Đại hội cổ đông, Hội đồng quản trị, Ban điều hành và các phòng ban thuộc Công ty.

**Hai là** cấp Xí nghiệp và Chi nhánh bao gồm: Xí nghiệp dịch vụ Maserco, Xí nghiệp đóng tàu, Xí nghiệp cung ứng và Chi nhánh Miền Nam.

Chiến lược phát triển của Maserco là chủ động mở rộng hoạt động kinh doanh sang nhiều lĩnh vực, tạo sự đa dạng trong hoạt động kinh doanh và chia sẻ rủi ro. Trên thực tế, trong những năm qua Maserco đã đầu tư nhiều nguồn lực cho lĩnh vực đóng tàu nhưng do cuộc khủng hoảng kinh tế và suy thoái của ngành nên Ban điều hành đã có những định hướng mới cho việc phát triển Công ty đó là thu hẹp lĩnh vực đóng tàu và sẽ tập trung phần lớn nguồn lực cho sự phát triển của khu vực dịch vụ như khai thác container và các dịch vụ về hàng hải. Công ty sẽ chuyển dần cơ sở vật chất, lao động nhân công và vốn cho dịch vụ container và hàng hải. Theo chúng tôi với chiến lược kinh doanh mới sẽ giúp Maserco trụ vững trong thời gian tới khi cuộc khủng hoảng kinh tế vẫn chưa chấm dứt và chuẩn bị một cách tốt nhất để giành cơ hội đầu tư phát triển khi thị trường phục hồi trở lại. Bảng nhận định hiệu quả hoạt động của hai mảng kinh doanh đóng tàu và dịch vụ container, hàng hải dưới đây sẽ phản ánh chiến lược chuyển hướng kinh doanh mới của Maserco.

<b>Bảng 13: So sánh hiệu quả trong hoạt động của hai khu vực kinh doanh</b>		
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Khu vực đóng tàu</b>	<b>Khu vực dịch vụ</b>
<b>Giá trị tài sản cố định</b>	Lớn (đất đai, nhà xưởng, máy móc thiết bị,...)	Thấp
<b>Đầu tư dài hạn và ngắn hạn</b>	Lớn	Thấp
<b>Vốn lưu động</b>	Lớn	Thấp
<b>Vòng quay vốn</b>	Thấp	Lớn
<b>Lao động</b>	Đào tạo lâu	Dễ đào tạo và có thể sử dụng lao động của khu vực đóng tàu.
<b>Hội đồng quản trị và Ban điều hành</b>	Đầu tư tâm lực nhiều hơn	Đầu tư tâm lực ít hơn
<b>Kết quả</b>	Hiệu quả kinh tế thấp do đầu tư lớn và sự quan tâm nhiều hơn của Công ty.	Hiệu quả kinh tế cao do đầu tư thấp, giá thành thấp, thu hồi vốn nhanh.

*Nguồn: APSC tổng hợp*



## Kế hoạch đầu tư

Bảng 14: Kế hoạch đầu tư và sử dụng đất					
STT	Dịch vụ	Địa chỉ	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Công năng hiện tại	Định hướng chuyển đổi
1	Dịch vụ Maserco	Số 8 đường Vạn Mỹ	7,889.5 m <sup>2</sup>	Chế tạo, lắp đặt các thiết bị treo cho container, sửa chữa container, khai thác bãi.	Chuyển đổi công năng. Đồng thời xin thuê đất khác ở khu vực Đình Vũ với diện tích 3 – 5 ha để đầu tư nhà xưởng và depot container nhằm nâng cao năng lực sản xuất.
2	Đóng tàu Maserco	173 Ngõ Quyền – Hải Phòng	Khoảng 17,000 m <sup>2</sup>	Đóng mới tàu 4,500 tấn, sửa chữa tàu tới 1,500 tấn, gia công cơ khí và tổ chức sửa chữa tàu ngoài luồng.	Đầu tư nâng cao chất lượng kỹ thuật để đóng tàu chất lượng cao và đẩy mạnh dịch vụ sửa chữa tàu ngoài luồng, mở rộng thị trường gia công cơ khí và sửa chữa container.
3	Cung ứng	Mom Thủy đội bến Bính – Hồng Bàng – Hải Phòng.	400 m <sup>2</sup>	Cung ứng dầu, nước ngọt, thực phẩm cho tàu biển.	Trong 1 – 2 năm tới Xí nghiệp sẽ tái cơ cấu lại đội phương tiện, tăng thêm tàu cấp nước tự hành, đồng thời đóng mới 1- 2 chiếc tàu cấp dầu để đáp ứng nhu cầu của thị trường.
4	Chi nhánh miền Nam	Số 97/48 đường số 8, Tầng Nhon Phú B, quận 9, Tp.HCM.	900 m <sup>2</sup> (hơn 400 m <sup>2</sup> nhà xưởng và văn phòng, 400 m <sup>2</sup> 2 tầng nhà ở cho công nhân).	Chế tạo, lắp đặt các thiết bị treo cho container, sửa chữa container và khai thác bãi.	Để tăng cường năng lực sản xuất đáp ứng nhu cầu của thị trường, Chi nhánh đang tích cực tìm thuê một khu bãi khai thác container với diện tích 1-2 ha để mở rộng xưởng gia công cơ khí và khu sửa chữa container tập trung.
5	Khu vực Đình Vũ	Đông Hải – An Hải – Hải Phòng.	117,461.85 m <sup>2</sup> với thời hạn thuê là 40 năm.	Đầu tư xây dựng xưởng sửa chữa thủy và dịch vụ hàng hải tại KCN Đình Vũ.	Hiện nay đang được Công ty đầu tư góp vốn thành lập Công ty Cổ phần đóng mới và Sửa chữa tàu Hải An. Ngoài ra, UBND Tp.Hải Phòng cho phép Công ty Maserco thuê đất để mở rộng dự án với diện tích 13,624 m <sup>2</sup> với thời hạn thuê là 33 năm.

(Nguồn: Bản cáo bạch Maserco)

### Maserco hiện nay được giao quản lý và khai thác 5 khu đất:

**Thứ nhất:** Khu vực tại 8A đường Vạn Mỹ - Ngõ Quyền – Hải Phòng có diện tích 7,889.5 m<sup>2</sup> (có Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất và giá trị năm 2005 là 24,4 tỷ đồng), công năng hiện tại là chế tạo, lắp đặt các thiết bị treo cho container, sửa chữa container và khai thác bãi. Do khu vực này có diện tích khai thác nhỏ nên năng lực thấp, hiệu quả không cao và nằm sát khu dân cư Vạn Mỹ nên



về lâu dài sẽ không còn phù hợp. Định hướng của Maserco là chuyển công năng cho khu vực này để giải quyết vấn đề môi trường đồng thời lập dự án xin thuê đất ở khu vực Đình Vũ với diện tích 3 đến 5 ha để đầu tư nhà xưởng và Depot container nhằm nâng cao năng lực sản xuất với tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng 30 tỷ (bao gồm nhà xưởng, mặt bãi và thiết bị). Nguồn vốn được lấy từ nguồn chuyển nhượng tài sản, quyền sử dụng đất và huy động từ cổ đông.

**Thứ hai:** Khu vực 173 đường Ngô Quyền – Máy Chai – Ngô Quyền – Hải Phòng có diện tích 13,408.95 m<sup>2</sup> (giá trị đất năm 2005 là 29,2 tỷ đồng) và năm 2008, Maserco mua thêm khu đất liền kề có diện tích 4,248 m<sup>2</sup> (chưa xác định giá trị khu đất này), công năng chính là đóng mới tàu 4.500 tấn và sửa chữa tàu 1.500 tấn, gia công cơ khí, tổ chức sửa chữa tàu ngoài luồng. Tuy nhiên, khu vực này có điểm hạn chế là lạch tàu vào triền đê rất hẹp và nông nên không thể đầu tư nâng cấp để đóng mới hoặc sửa chữa tàu có trọng tải lớn hơn. Mặt khác do bị sa bồi nặng nên chi phí nạo vét hàng năm rất lớn dẫn đến hiệu quả giảm mạnh. Maserco có định hướng đầu tư nâng cao chất lượng kỹ thuật để có thể đóng tàu chất lượng cao, đẩy mạnh dịch vụ sửa chữa tàu ngoài luồng, mở rộng dịch vụ gia công cơ khí và sửa chữa container. Tiếp theo, Maserco sẽ tổ chức nâng cao chất lượng công nhân để hợp tác gia công đóng tàu với các đơn vị khác và sửa chữa tàu ngoài luồng. Nếu thị trường đóng tàu chưa có khả năng hồi phục trong năm 2009 và 2010 thì chuyển hướng tập trung vào các dịch vụ sửa chữa và khai thác bãi container. Vốn đầu tư khoảng 5 đến 7 tỷ đồng, được lấy từ chuyển nhượng tài sản, quyền sử dụng đất và huy động từ các cổ đông.

**Thứ ba:** Khu vực bến thủy đội đường Cù Chính Lan – Hải Phòng có diện tích 400 m<sup>2</sup> (đã được cấp Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất) công năng chính là cung ứng dầu, nước ngọt, thực phẩm cho tàu biển. Hiện tại, Maserco có 1 tàu cấp nước tự hành 100 tấn, 3 đoàn tàu kéo – xà lan chở nước 250 đến 450 tấn và nắm 70 – 80% thị phần cấp nước ngọt tại khu vực Hải Phòng. Định hướng của Maserco là trong 1 đến 2 năm tới sẽ cơ cấu lại đội phương tiện, tăng thêm tàu cấp nước tự hành và đồng thời đóng mới 1 – 2 chiếc tàu cấp nước tự hành 100 – 150 tấn để đáp ứng nhu cầu của thị trường. Vốn đầu tư khoảng 10 – 12 tỷ đồng và được lấy từ bán tàu cũ, huy động vốn và vay ngân hàng.

**Thứ tư:** Khu vực Đình Vũ – Đông Hải - An Hải – Hải Phòng có diện tích 117,461.85 m<sup>2</sup> (thời hạn thuê là 40 năm) công năng chính là sửa chữa tàu thủy và dịch vụ hàng hải tại khu công nghiệp Đình Vũ. Ngoài ra, Maserco còn được thuê đất để mở rộng dự án với diện tích 13,624 m<sup>2</sup> (thời hạn thuê là 33 năm). Khu vực này được xác định là điểm đầu tư chiến lược phát triển ngành đóng tàu và các dịch vụ hàng hải khác. Tuy nhiên, khu vực này đã được Maserco đầu tư góp vốn để thành lập Công ty Cổ phần đóng mới và Sửa chữa tàu Hải An.

**Thứ năm:** Chi nhánh Tp.HCM có nhà xưởng tại Phường Tăng Nhơn Phú – Quận 9 – Tp.HCM có diện tích 900 m<sup>2</sup> với hơn 400 m<sup>2</sup> nhà xưởng và khu văn phòng, 400 m<sup>2</sup> nhà ở cho công nhân (2 tầng). Định hướng là sẽ tìm thuê một khu bãi khai thác container với diện tích 1- 2 ha để mở rộng gia công cơ khí và khu sửa chữa container tập trung. Vốn đầu tư khoảng 3 – 5 tỷ đồng được lấy từ nguồn vốn tự có và vốn vay ngân hàng.

## PHÂN TÍCH SWOT

**Bảng 15: Phân tích SWOT**

<b>Điểm mạnh</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Đội ngũ lãnh đạo trẻ, có nhiều kinh nghiệm trong ngành.</li> <li>▪ Tập trung hoạt động sản xuất theo ngành nghề đã xác định và những ngành có quan hệ mật thiết với ngành nghề chính.</li> <li>▪ Lợi thế về đất trong việc định hướng phát triển hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.</li> </ul>
<b>Điểm yếu</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Quy mô vốn nhỏ nên năng lực đóng mới và sửa chữa còn hạn chế nên chưa tạo ra được sự cạnh tranh đối với các doanh nghiệp trong ngành.</li> <li>▪ Hiệu quả sản xuất kinh doanh thấp.</li> <li>▪ Chưa có hệ thống đạt tiêu chuẩn chất lượng ISO.</li> <li>▪ Xưởng đóng mới và sửa chữa tàu nằm trong khu dân cư nên hiệu quả sử dụng không cao cũng như gây ô nhiễm môi trường.</li> </ul>
<b>Cơ hội</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nền kinh tế thế giới và Việt Nam đang có sự cải thiện.</li> <li>▪ Chiến lược kinh doanh mới sẽ giúp Công ty hạn chế được rủi ro, tăng hiệu quả kinh doanh với chi phí đầu tư thấp, giá thành thấp, lực lượng lao động sẵn có.</li> <li>▪ Định hướng chuyển hướng sử dụng các khu đất một cách hợp lý hơn trong thời gian sắp tới.</li> </ul>
<b>Thách thức</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ngành đóng tàu đang phải đối mặt với nguy cơ suy thoái khi nguồn cung ứng dịch vụ đã phát triển nhanh trong khi nhu cầu giảm mạnh.</li> <li>▪ Cơ sở vật chất, thiết bị, công nghệ, trình độ lao động trong ngành cũng như Maserco còn thiếu, yếu và lạc hậu dẫn đến năng lực đóng tàu bị hạn chế.</li> <li>▪ Rủi ro từ cơ cấu nợ cao dẫn đến chi phí lãi vay lớn sẽ giảm hiệu quả kinh doanh. Trong khi đó do tính chất ngành đã thay đổi khi số tiền đặt cọc từ 50 – 70% giá trị đóng tàu đã giảm xuống rất mạnh hoặc không cần phải ứng trước làm tăng nguy cơ phá sản.</li> </ul>

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### Hệ số thanh khoản

**Bảng 16: Hệ số thanh khoản**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2006	2007	2008
Thanh toán ngắn hạn	Lần	1.09	0.96	1.14
Thanh toán nhanh	Lần	0.93	0.53	0.70
Thanh toán tiền mặt	Lần	0.09	0.01	0.04

*Nguồn: APSC tổng hợp từ BCTC Maserco*

Khả năng thanh toán ngắn hạn năm 2008 đạt 1.14 lần và tăng so với năm 2007 và tài sản ngắn hạn đủ khả năng tài trợ cho các khoản nợ ngắn hạn. Tuy nhiên, chỉ tiêu này của Maserco ở mức độ trung bình. Tốc độ tăng trưởng tài sản ngắn hạn năm 2008 là 0.1% trong khi nợ ngắn hạn giảm 15.7% là nguyên nhân trực tiếp đưa chỉ tiêu thanh toán ngắn hạn tăng.

Khả năng thanh toán nhanh đạt 0.70 lần trong năm 2008 và cũng cao hơn so với năm 2007. Khi loại bỏ khoản mục hàng tồn kho (chiếm 27.6% tổng tài sản năm 2008) thì khả năng thanh toán nhanh ở mức độ thanh toán khá thấp.

Khả năng thanh toán tiền mặt của Maserco là rất thấp chỉ đạt 0.04 lần, tuy nhiên vẫn cao hơn so với năm 2007 do tiền mặt trong năm tăng mạnh và chiếm 2.8% trong tổng tài sản.

### Hệ số hoạt động

**Bảng 17: Hệ số hoạt động**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2006	2007	2008
Vòng quay phải thu	Vòng	2.63	2.70	2.77
Kỳ thu tiền bình quân	Ngày	138.66	135.37	131.73
Vòng quay hàng tồn kho	Vòng	9.21	3.90	3.20
Số ngày tồn kho	Ngày	39.64	93.50	114.06
Vòng quay phải trả	Vòng	4.23	5.15	7.92
Số ngày phải trả	Ngày	86.36	70.93	46.07
Vòng quay TSCĐ	Vòng	8.28	4.48	4.31
Vòng quay tổng tài sản	Vòng	1.38	1.07	1.03

*Nguồn: APSC tổng hợp từ BCTC Maserco*

Hệ số vòng quay các khoản phải thu của Maserco năm 2008 đạt 2.77 vòng cao hơn so với năm 2007 và số ngày phải thu là 131.73 vòng. Chỉ tiêu này cho thấy, Maserco có sự ổn định trong việc thu

tiền của khách hàng. Tuy nhiên, Maserco vẫn phải trích lập dự phòng các khoản phải thu và mức trích lập luôn tăng qua các năm.

Vòng quay hàng tồn kho năm 2008 đạt 3.20 vòng thấp hơn so với năm 2007 và số ngày tồn kho là 114.06 ngày. Hàng tồn kho của Maserco chủ yếu là chi phí sản xuất kinh doanh dở dang và nguyên vật liệu, hoạt động chính trong ngành đóng tàu nên chi phí nguyên vật liệu và chi phí sản xuất kinh doanh dở dang đóng vai trò quan trọng vì khối lượng công việc đóng tàu diễn ra lâu hơn các ngành khác nên vòng quay hàng tồn kho cũng dài hơn so với các ngành khác.

Vòng quay các khoản phải trả năm 2008 đạt 7.92 vòng và tăng lên so với năm 2007, số ngày phải trả đang có xu hướng giảm dần từ 86.36 ngày năm 2006 xuống 70.93 ngày năm 2007 và 46.07 ngày năm 2008. Như vậy, Maserco đang bị khách hàng chiếm dụng vốn trong kinh doanh vì từ ngày tồn kho đến khi thu tiền phải mất 245.78 ngày, trong khi đó phải trả các nhà cung cấp nguyên liệu chỉ có 46.07 ngày trong năm 2008. Chúng tôi nhận định, do yếu tố khối lượng công việc đóng tàu không diễn ra liên tục và mất khá nhiều thời gian nên việc hàng tồn kho luân chuyển chậm cũng như việc thu tiền khi kết thúc hợp đồng là khá dài.

Hiệu quả sử dụng tài sản cố định (bình quân) và vòng quay tổng tài sản (bình quân) đang trong xu hướng giảm, cụ thể năm 2007 lần lượt đạt 4.48 vòng và 1.07 vòng, năm 2008 đạt 4.31 vòng và 1.03 vòng.

## Đòn bẩy tài chính

**Bảng 18: Đòn bẩy tài chính**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2006	2007	2008
Hệ số nợ	Lần	0.80	0.89	0.84
Nợ ngân hàng/TTS	Lần	0.42	0.41	0.22
Hệ số nợ/VCSH	Lần	3.90	7.85	1.79

*Nguồn: APSC tổng hợp từ BCTC Maserco*

Hệ số nợ trên tổng tài sản của Maserco đang có xu hướng giảm từ 0.89 năm 2007 xuống 0.84 lần năm 2008, việc hệ số nợ giảm là do Maserco đã tiến hành tăng vốn điều lệ từ nguồn trái phiếu chuyển đổi và phát hành cổ phiếu thưởng. Việc phát hành trái phiếu chuyển đổi lần thứ nhất và cổ phiếu thưởng lần thứ nhất làm vốn điều lệ năm 2006 lên 8 tỷ đồng; năm 2007 phát hành cổ phiếu thưởng lần thứ hai làm tăng vốn điều lệ lên 10 tỷ đồng và năm 2008 phát hành trái phiếu chuyển đổi lần thứ hai và cổ phiếu thưởng lần thứ 3 làm tăng vốn điều lệ lên 32 tỷ đồng. Việc Maserco tăng vốn trong những năm qua nhằm đáp ứng nhu cầu phát triển sản xuất kinh doanh.

Nợ ngân hàng trên tổng tài sản đang có xu hướng giảm từ 0.41 lần năm 2007 xuống 0.22 lần năm 2008. Năm 2007, trong nợ tín dụng thì nợ dài hạn là chủ yếu nhưng sang năm 2008 thì nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao hơn.

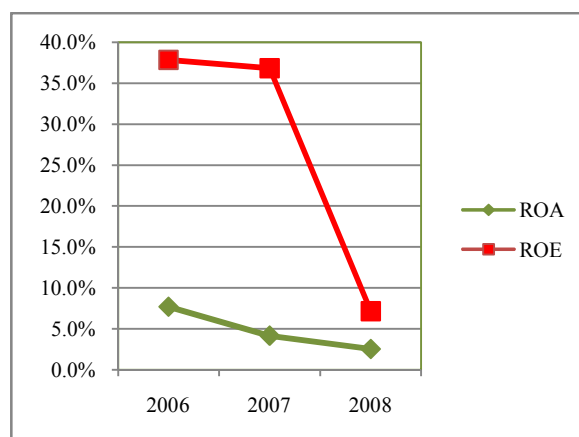
Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu của Maserco đã giảm rất mạnh từ 7.85 lần năm 2007 xuống 1.79 lần năm 2008, đây là kết quả của việc tăng vốn điều lệ từ 10 tỷ lên 32 tỷ năm 2008. Mặc dù vậy, tỷ lệ

nợ trên tổng tài sản của Maserco vẫn ở mức khá cao và sẽ ảnh hưởng tới khả năng thanh toán nợ khi Maserco không thu hồi được các khoản phải thu của khách hàng điều đó được khẳng định khi Maserco phải trích lập dự phòng các khoản phải thu ngày càng tăng qua các năm, trong khi đó việc trả nợ ngày càng bị siết chặt do đó sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền luân chuyển trong hoạt động kinh doanh của Maserco.

## Hệ số sinh lời

**Bảng 19: Hệ số sinh lời**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2006	2007	2008
Lợi nhuận gộp/Doanh thu	%	12.6	14.8	13.1
Lợi nhuận hoạt động/Doanh thu	%	5.8	10.4	7.0
Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu	%	7.5	5.6	2.4
Lợi nhuận sau thuế/VCSH (ROE)	%	37.8	36.8	7.3
Lợi nhuận sau thuế/TTS (ROA)	%	7.7	4.2	2.6



Nguồn: APSC tổng hợp từ BCTC Maserco

Khả năng sinh lời của Maserco năm 2008 giảm mạnh, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 14.8% năm 2007 xuống 13.1% trong năm 2008, nguyên nhân là do giá vốn hàng bán tăng mạnh hơn doanh thu lần lượt là 32.2% và 29.7%, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận gộp chỉ tăng 15.4% so với 119.4% của năm 2007. Điều này có thể nhận định do lạm phát tăng làm chi phí nguyên vật liệu tăng đã ảnh hưởng đến đầu vào của Maserco và hiệu quả quản trị chi phí không được hiệu quả như các năm 2006 và 2007.

Hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh cũng sụt giảm, do chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp đều tăng mạnh hơn doanh thu cũng như lợi nhuận gộp, cụ thể chi phí bán hàng tăng 98.8% và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 74.1% dẫn đến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hoạt động từ kinh doanh giảm 13% với tỷ suất là chỉ còn 7% so với 10.4% của năm 2007.

Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu giảm xuống chỉ còn 2.4% so với 5.6% của năm 2007 do hiệu quả quản trị đầu vào, hiệu quả quản lý làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh. Một nguyên nhân khác là chi phí lãi vay lớn cũng làm giảm hiệu quả kinh doanh của Maserco. Từ những nguyên nhân trên làm lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế giảm mạnh lần lượt là 37.1% và 45.9%.

Trong năm 2008, Maserco tăng vốn điều lệ lên 32 tỷ đồng làm vốn chủ sở hữu tăng 177.6% nhưng tổng tài sản lại giảm 11.8%, lợi nhuận sau thuế giảm 45.9% làm giảm hiệu quả khả năng sử dụng vốn chủ sở hữu (ROE) rất mạnh từ mức 36.8% xuống 7.3% năm 2008, mặc dù tổng tài sản giảm nhưng hiệu quả sử dụng tài sản vẫn giảm so với năm trước vì hiệu quả kinh doanh giảm nên tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) giảm chỉ còn 2.6% so với 4.2% của năm 2007.

## Phân tích Dupont

**Bảng 20: Phân tích ROE theo mô hình Dupont**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2006	2007	2008
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	Lần	4.91	8.83	2.81
Doanh thu/Tổng tài sản	Lần	1.02	0.75	1.10
Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu	%	7.5	5.6	2.4
ROE	%	37.8	36.8	7.3

*Nguồn: APSC tổng hợp từ BCTC Maserco*

Năm 2008, do tăng vốn điều lệ từ nguồn phát hành trái phiếu chuyển đổi lần hai và cổ phiếu thưởng lần 3 lên 32 tỷ đồng, trong khi đó tổng tài sản giảm mà chủ yếu giảm từ tài sản dài hạn nên tỷ lệ tổng tài sản trên vốn chủ sở hữu 8.85 lần năm 2007 xuống còn 2.80 lần trong năm 2008.

Vòng quay tổng tài sản tăng, nguyên nhân chính là do trong khi tổng tài sản năm 2008 giảm 11.8% thì doanh thu tăng 29.7%. Việc vòng quay tổng tài sản tăng chủ yếu do tổng tài sản giảm và hiệu quả sử dụng tổng tài sản để tạo ra doanh thu trong năm 2008 vẫn chưa thực sự tốt.

Chúng tôi đã nhận định ở phần trên khả năng sinh lời của Maserco năm 2008 sụt giảm mạnh so với năm 2007, nguyên nhân là do chi phí đầu vào tăng, chi phí bán hàng và quản lý tăng làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh, chi phí lãi vay lớn do lãi suất vay trong năm 2008 tăng mạnh trong khi đó thị trường đóng tàu sụt giảm mạnh, thuế thu nhập doanh nghiệp tăng trong năm 2008 làm lợi nhuận giảm và dẫn đến tỷ suất lợi nhuận giảm.

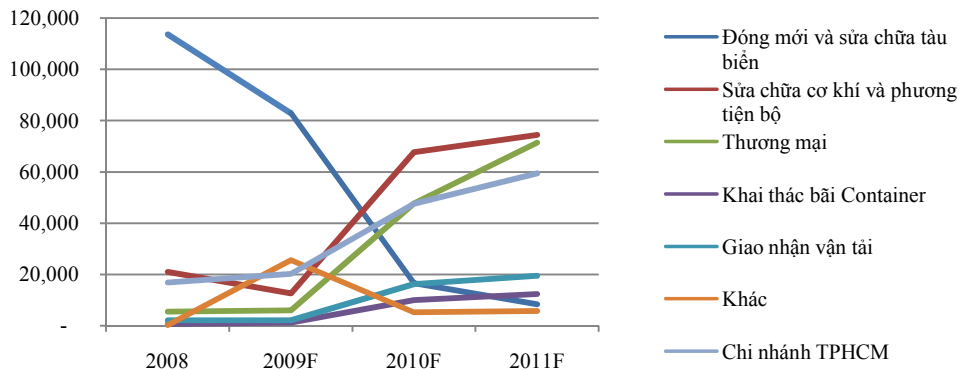
Tổng hợp 3 chỉ tiêu trên có thể nhận định do vốn chủ sở hữu tăng và hiệu quả quản trị đầu vào không được tốt cũng như thị trường bị thu hẹp, mặc dù tổng tài sản có giảm nên làm giảm hiệu quả sử dụng vốn rất mạnh. Chúng tôi cũng nhận định rằng nguyên nhân khác là vốn điều lệ tăng mạnh nên Maserco chưa thể hấp thụ được ngay nguồn vốn này đưa vào kinh doanh và do bị ảnh hưởng thị trường nên cũng trực tiếp làm giảm hiệu quả sử dụng vốn.

## DỰ BÁO

### Kết quả sản xuất kinh doanh

#### Doanh thu

**Biểu đồ 8: Doanh thu theo hoạt động kinh doanh (Đơn vị: Triệu đồng)**

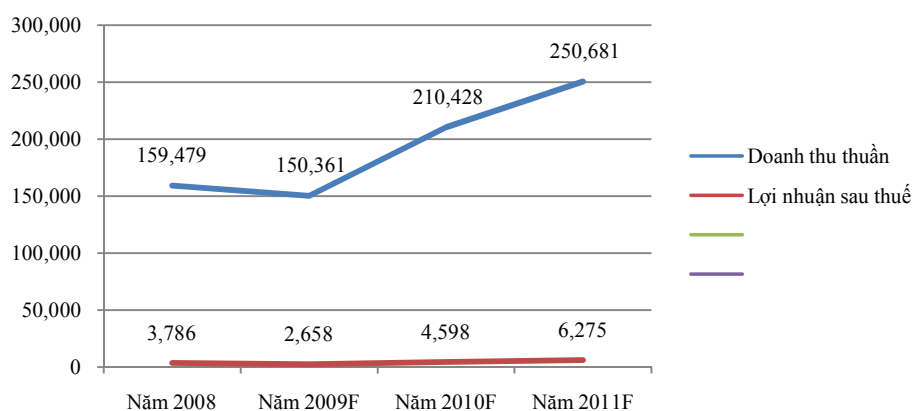


Nguồn: APSC

Dự báo doanh thu từ mảng đóng mới và sửa chữa tàu biển vẫn chiếm trên 55% trong năm 2009, năm 2010 và 2011 có sự sụt giảm mạnh trong cơ cấu và tốc độ tăng trưởng giảm dần. Mảng đóng tàu đang trong giai đoạn suy thoái và theo chiến lược phát triển của Maserco thì mảng kinh doanh này sẽ dần bị thu hẹp do tính chất khủng hoảng kinh tế và nguồn tiền tiếp cận từ ngân hàng không dễ dàng như trước nên việc tái sử dụng sẽ được ưu tiên. Doanh thu Hoạt động kinh doanh khác bao gồm thương mại, khai thác bãi container, hoạt động giao nhận vận tải vẫn đóng góp vào doanh thu và có tốc độ tăng trưởng ngày càng cao trong các năm tiếp theo của Maserco.

## Quản lý lợi nhuận

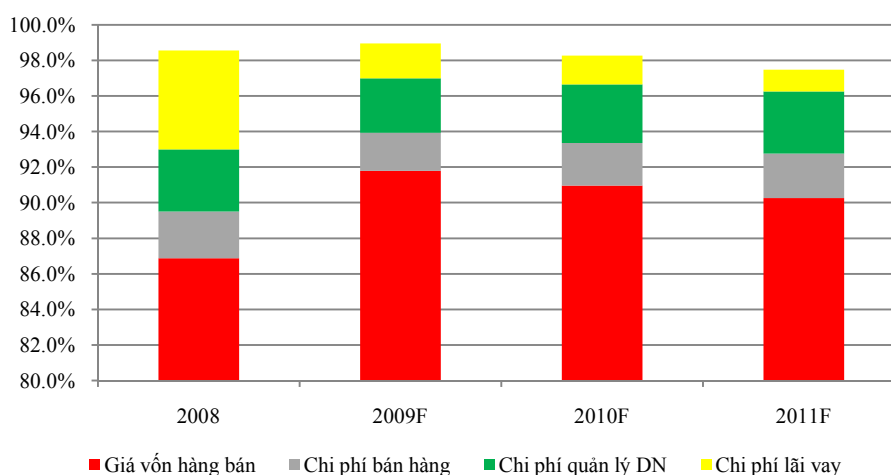
**Biểu đồ 9: Doanh thu và lợi nhuận (Đơn vị: Triệu đồng)**



Nguồn: APSC

Doanh thu năm 2009 giảm nhẹ 5.7%, từ năm 2010 sẽ tăng trưởng trở lại với mức tăng khá cao là 39.9%, mặc dù ngành kinh doanh chính là đóng tàu do ảnh hưởng của cuộc suy thoái kinh tế, nguồn tín dụng không còn dồi dào, mức độ cung quá mức trong việc cung cấp dịch vụ đóng tàu đã ảnh hưởng đến doanh nghiệp nói chung nhưng Maserco vẫn có nguồn thu từ các mảng kinh doanh khác hỗ trợ nên mức độ giảm nhẹ và có độ tăng trưởng khá cao từ năm 2010. Lợi nhuận sau thuế năm 2009 sẽ sụt giảm tới 32% và có độ tăng trưởng mạnh trở lại từ năm 2010 nhờ vào dịch vụ container và dịch vụ hàng hải khác.

**Biểu đồ 10: Chi phí kinh doanh (% Doanh thu)**



Nguồn: APSC



Giá vốn hàng bán của Maserco luôn chiếm một tỷ lệ trên 86% doanh thu. Năm 2008, chúng ta thấy tỷ lệ là 86.9%, trong những năm dự báo của chúng tôi thì tỷ lệ chi phí giá vốn hàng bán trung bình ở mức 91% doanh thu. Chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng trung bình vào khoảng 2.3% doanh thu, chi phí quản lý doanh nghiệp trung bình khoảng 3.3% trên doanh thu. Chi phí lãi vay chiếm bình quân 1.6% doanh thu, chi phí lãi vay có sự sụt giảm trong các năm dự báo giảm so với năm các năm 2007 và 2007 vì lãi vay của các ngân hàng sẽ mức hợp lý hơn, trong khi đó Maserco đang giảm dần tỷ lệ vay tín dụng sau khi đã tăng vốn điều lệ để giảm áp lực đòn cân nợ cũng như tăng hiệu quả kinh doanh từ vốn tự có.

## **Bảng cân đối kế toán**

### **Nguồn vốn**

Cơ cấu đòn cân nợ của Maserco khá cao trên 60%, APSC dự báo đòn cân nợ này sẽ vẫn đạt mức trên trong các năm dự báo, mặc dù theo dự báo của chúng tôi tỷ lệ vay tín dụng đang trong xu hướng giảm dần.

Việc Maserco dự tính trả cổ tức từ 1,200 đồng/cổ phiếu lên 1,500 đồng/cổ phiếu trong các năm 2009 đến 2011 sẽ làm giảm nguồn lợi nhuận để lại vì lợi nhuận sau thuế không đủ chi trả cổ tức cho cổ đông. Điều này sẽ làm hao tổn đến nguồn vốn chủ sở hữu và trực tiếp làm giảm vốn chủ sở hữu của Maserco. Maserco có kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 40 tỷ trong năm 2009, 60 tỷ năm 2010 và 90 tỷ vào năm 2011, nhưng chúng tôi chưa đưa vào mô hình dự báo cho các năm tương ứng vì với kế hoạch này cần được cổ đông thông qua cũng như kế hoạch sử dụng nguồn vốn tăng lên này sao cho hợp lý và hiệu quả.

### **Tài sản**

APSC dự báo nguồn tài sản ngắn hạn vẫn chiếm tỷ trọng cao trung bình trên 72% trong tổng tài sản, chủ yếu từ các khoản phải thu chiếm 38.9% và hàng tồn kho chiếm 30.6%. Nguồn tài sản dài hạn chiếm trung bình trên 27.7%, trong đó tài sản cố định chiếm 16.2% và đầu tư dài hạn chiếm trên 10%. Đầu tư vào tài cố định trong các năm dự báo của chúng tôi chỉ chiếm khoảng 0.04% trên doanh thu, với tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 29.5%, chủ yếu là mua sắm máy móc và thiết bị.

## ĐỊNH GIÁ

### Phương pháp định giá

Để định giá Maserco, chúng tôi sử dụng các phương pháp định giá khác nhau: EV/EBITDA, DCF, mô hình so sánh theo ngành P/E và mô hình tăng trưởng của Gordon để tính ra P/B.

- Dựa trên hệ số nhân EV/EBITDA, chúng tôi tính được hệ số này là 12 lần và giá trị cổ phiếu của Maserco theo phương pháp định giá là 24,870 đồng/cổ phiếu. Với mức giá mục tiêu là 16,899 đồng/cổ phiếu thì EV/EBITDA là 11.2 lần.

Bảng 21: Phương pháp định giá Hệ số nhân EV/EBITDA				Đơn vị: Triệu đồng
Chỉ tiêu	2009F	2010F	2011F	Hệ số
EBITDA	7,044	10,038	11,888	12 lần
Giá trị sau cùng			142,653	18%
<b>Tổng giá trị EBITDA</b>	<b>7,044</b>	<b>10,038</b>	<b>154,541</b>	3,200,000 (cổ phiếu)
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>107,237</b>			
Nợ thuần	27,652			
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>79,584</b>			
<b>Giá trị cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>24,870</b>			

Nguồn: APSC dự báo

- Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền dành cho doanh nghiệp (DFCFF). Giá trị cổ phiếu của Maserco theo dự báo của chúng tôi là 11,760 đồng/cổ phiếu.

Bảng 22: Phương pháp định giá DFCFF				Đơn vị: Triệu đồng
Chỉ tiêu	2009F	2010F	2011F	Hệ số
EBIT	6,285	9,270	11,115	0.63
Thuế (1-t)	-1,571	-2,318	-2,779	18.4%
Khấu hao TSCĐ	759	767	773	3,200,000 (cổ phiếu)
Thay đổi vốn lưu động	3,553	-411	-2,110	
Chi phí đầu tư	-781	-410	-246	
<b>Dòng tiền FCFF</b>	<b>8,244</b>	<b>6,899</b>	<b>6,753</b>	
Giá trị sau cùng			31,449	
<b>Tổng giá trị FCFF</b>	<b>8,244</b>	<b>6,899</b>	<b>38,203</b>	
<b>Chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp</b>	<b>34,930</b>			
Giá trị nợ	-2,702			
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>37,632</b>			
<b>Giá trị cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>11,760</b>			

Nguồn: APSC dự báo

- Phương pháp so sánh ngành P/E: Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E theo ngành được cập nhật vào ngày 27/11/2009 của các doanh nghiệp đang được niêm yết trên thị trường chứng khoán Châu Á có chỉ số P/E bình quân là 15.1. Giá trị cổ phiếu theo dự báo của chúng tôi là 12,572 đồng/cổ phiếu. Với giá mục tiêu là 16,899 đồng/cổ phiếu thì P/E là 20.3.

<b>Bảng 23: P/E bình quân ngành đóng tàu</b>			
<b>Tên Công ty</b>	<b>Quốc gia</b>	<b>Mã CP</b>	<b>P/E</b>
KS Hyundai Heavy Industries Co Ltd	South Korea	009540:KS	3.6
Samsung Heavy Industries Co Ltd	South Korea	010140:KS	8.1
Daewoo Shipbuilding & Marine Engineering Co Ltd	South Korea	042660:KS	10.2
Hyundai Mipo Dockyard	South Korea	010620:KS	2.9
STX Offshore & Shipbuilding Co Ltd	South Korea	067250:KS	38.7
Hanjin Heavy Industries & Construction Co Ltd	South Korea	097230:KS	16.3
<b>Bình quân</b>			<b>13.3</b>
China CSSC Holdings Ltd	China	600150:CH	17.1
Guangzhou Shipyard International Co Ltd	China	600685:CH	24.6
<b>Bình quân</b>			<b>20.9</b>
SembCorp Marine Ltd	Singapore	SNM:SP	15.6
Yangzijiang Shipbuilding Holdings Ltd	Singapore	YZJ:SP	12.9
Cosco Corp Singapore Ltd	Singapore	COS:SP	35.9
Otto Marine Ltd	Singapore	OTML:SP	7.1
<b>Bình quân</b>			<b>17.9</b>
Mitsui Engineering & Shipbuilding Co Ltd	Japan	7003:JP	8.5
<b>P/E bình quân khu vực Châu Á có thị trường và công nghệ đóng tàu phát triển</b>			<b>15.1</b>
<b>EPS của Maserco năm 2009 = 831 đồng/cổ phiếu x 15.1 =</b>			<b>12,572 đ/cp</b>

Nguồn: Bloomberg và APSC

- Phương pháp P/B (áp dụng theo phương pháp mô hình tăng trưởng của Gordon) với mức P/B dự báo là 0.63 thì giá trị cổ phiếu của Maserco là 9,899 đồng/cổ phiếu. Với giá mục tiêu là 16,899 đồng/cổ phiếu thì P/B là 1.08.

<b>Bảng 24: Phương pháp P/B</b>			
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>ROEA (%)</b>	<b>Tăng trưởng (%)</b>	<b>Tỷ lệ chiết khấu (%)</b>
Tỷ lệ	12.7%	3.0%	18.3%
P/B	0.63		
<b>Giá cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>9,899</b>		

Nguồn: APSC dự báo

- Tổng hợp các phương pháp định giá

<b>Bảng 25: Tổng hợp định giá</b>			
<b>Phương pháp</b>	<b>Thông số (VNĐ)</b>	<b>Tỷ trọng (%)</b>	<b>Đóng góp (VNĐ)</b>
EV/EBITDA	24,870	40%	9,948
DFCF	11,760	40%	4,704
P/E	12,572	10%	1,257
P/B	9,899	10%	990
<b>Tổng</b>		<b>100%</b>	<b>16,899</b>

Nguồn: APSC

Với các phương pháp định giá ở trên, theo APSC giá trị cổ phiếu của Maserco là 16,899 đồng/cổ phiếu là hợp lý và tỷ trọng của phương pháp P/E đóng góp ở trên là 10% vì phương pháp này mang yếu tố giao dịch thị trường và mang tính chất so sánh với các doanh nghiệp đang niêm yết trên thị trường ở khu vực Châu Á, hơn nữa sự khác nhau trong quy mô vốn cũng như vị thế của các doanh nghiệp này cũng khác nhau nên sự tương đồng giữa các doanh nghiệp theo APSC chỉ mang tính tương đối trong định giá. Phương pháp P/B, như chúng tôi đã nhận định ở phần nguồn vốn của Maserco trong phần dự báo thì việc trả cổ tức trong những năm sắp tới sẽ làm giảm nguồn lợi nhuận giữ lại và tác động làm giảm vốn chủ sở hữu. Do đó, lợi nhuận dùng để tái đầu tư trong các năm tới sẽ giảm, tuy nhiên từ năm 2011 thì nguồn lợi giữ lại sẽ tăng trở lại và tốc độ tăng trưởng theo dự báo của chúng tôi vào cuối năm 2011 ở mức 3.0%. Do tốc độ tăng trưởng trung bình nên theo mô hình tăng trưởng của Gordon để tính hệ số P/B chỉ ở mức 0.63 nên kết quả định giá theo phương pháp này thấp và tỷ trọng áp dụng theo chúng tôi chỉ là 10%. Phương pháp hệ số nhân EV/EBITDA được chúng tôi tin tưởng hơn và tỷ trọng áp dụng với mức khá cao là 40% và Phương pháp chiết khấu dòng tiền dành cho doanh nghiệp (DFCF) cũng được chúng tôi cân nhắc áp dụng là 40%.

## Tỷ lệ chiết khấu

Cuối cùng tỷ lệ chiết khấu để định giá Maserco chúng tôi áp dụng phương pháp chi phí sử dụng vốn dành cho vốn chủ sở hữu (COE) và chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC). Để tính chi phí sử dụng vốn dành cho chủ sở hữu, chúng tôi đã sử dụng hệ số Beta bình quân của các doanh nghiệp trong ngành đóng tàu đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Châu Á do chúng tôi thu thập được từ nguồn Bloomberg là 1.27; lợi nhuận phi rủi ro được lấy từ lãi suất trái phiếu với thời hạn 3 năm (tương đồng với thời gian mà chúng tôi dự báo dòng tiền cho Maserco) là 9.1% đang niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, tỷ suất sinh lợi thị trường theo thống kê của APSC là 16.3% và mức bù rủi ro là 7.1%. Do đó, chúng tôi tính chi phí vốn chủ sở hữu là 18.3%.

Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC) được chúng tôi tính là 18.4%, với chi phí lãi vay dựa trên mức lãi suất bình quân mà Maserco vay là 14.7%, thuế thu nhập doanh nghiệp là 25%.

## PHỤ LỤC BÁO CÁO TÀI CHÍNH

### BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Bảng 26: Bảng cân đối kế toán

Đơn vị: VND

CHỈ TIÊU	2008	2009F	2010F	2011F
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>104,241,844,884</b>	<b>92,960,865,721</b>	<b>114,678,953,516</b>	<b>134,573,489,136</b>
Tiền	4,077,263,295	2,739,329,365	4,091,550,067	4,569,486,732
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	59,662,685,824	54,261,464,909	58,642,494,830	69,860,294,103
Hàng tồn kho	40,095,746,392	35,356,669,312	51,126,824,533	59,201,989,233
Tài sản ngắn hạn khác	406,149,373	603,402,135	818,084,086	941,719,069
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>41,025,992,022</b>	<b>43,278,631,439</b>	<b>43,001,538,856</b>	<b>42,601,349,298</b>
Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
Tài sản cố định	25,014,067,597	25,036,961,763	24,679,980,369	24,153,318,631
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	14,928,888,350	16,481,000,000	16,481,000,000	16,481,000,000
Tài sản dài hạn khác	1,225,407	1,016,399,824	1,422,433,527	1,694,532,691
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>145,267,836,906</b>	<b>136,239,497,160</b>	<b>157,680,492,372</b>	<b>177,174,838,435</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>92,764,763,936</b>	<b>84,955,845,321</b>	<b>106,340,466,802</b>	<b>124,194,898,253</b>
Nợ ngắn hạn	91,072,015,988	83,343,707,685	104,637,964,556	122,422,594,325
Nợ dài hạn	1,692,747,948	1,612,137,635	1,702,502,246	1,772,303,928
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>51,851,301,795</b>	<b>50,669,142,923</b>	<b>50,480,031,241</b>	<b>51,955,436,416</b>
<b>LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ</b>	<b>651,771,175</b>	<b>614,508,916</b>	<b>859,994,329</b>	<b>1,024,503,765</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>145,267,836,906</b>	<b>136,239,497,160</b>	<b>157,680,492,372</b>	<b>176,174,838,435</b>

## BẢNG KẾT QUẢ SẢN XUẤT KINH DOANH

Bảng 27: Bảng kết quả sản xuất kinh doanh

Đơn vị: VND

CHỈ TIÊU	2008	2009F	2010F	2011F
<b>TỔNG DOANH THU</b>	<b>159,478,948,256</b>	<b>156,946,671,434</b>	<b>210,428,132,404</b>	<b>250,681,204,129</b>
Các khoản giảm trừ	0	6,585,257,224	0	0
<b>DOANH THU THUẦN</b>	<b>159,478,948,256</b>	<b>150,361,414,210</b>	<b>210,428,132,404</b>	<b>250,681,204,129</b>
Giá vốn hàng bán	138,540,404,392	138,023,069,460	191,397,467,602	226,268,914,222
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>20,938,543,864</b>	<b>12,338,344,750</b>	<b>19,030,664,802</b>	<b>24,412,289,907</b>
Chi phí bán hàng	4,192,027,148	3,222,722,026	5,050,275,178	6,267,030,103
Chi phí quản lý doanh nghiệp	5,589,360,822	4,597,875,613	6,944,128,369	8,773,842,145
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>11,157,155,894</b>	<b>4,517,747,111</b>	<b>7,036,261,255</b>	<b>9,371,417,659</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	1,572,284,364	1,954,698,385	2,945,993,854	3,258,855,654
Chi phí tài chính	9,135,889,494	3,228,488,868	3,29,978,558	3,509,536,858
Trong đó: lãi vay phải trả	8,857,741,121	2,936,901,748	3,413,683,300	3,073,845,719
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	<b>(7,563,605,130)</b>	<b>(1,273,790,484)</b>	<b>(483,984,705)</b>	<b>(250,681,204)</b>
Thu nhập khác	27,088,607,495	1,503,614,142	2,104,281,324	2,256,130,837
Chi phí khác	25,901,445,444	1,653,975,556	3,156,421,986	3,760,218,062
Lợi nhuận khác	<b>1,187,162,051</b>	<b>(150,361,414)</b>	<b>(1,052,140,662)</b>	<b>(1,504,087,225)</b>
<b>Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết</b>	<b>270,205,837</b>	<b>254,757,962</b>	<b>356,529,249</b>	<b>424,730,194</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>5,050,918,652</b>	<b>3,348,353,175</b>	<b>5,856,665,137</b>	<b>8,041,379,424</b>
Thuế thu nhập doanh nghiệp	1,334,800,847	837,088,294	1,464,166,284	2,010,344,856
Thuế thu nhập hoãn lại	1,225,407	0	0	0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>3,717,343,212</b>	<b>2,511,264,881</b>	<b>4,392,498,853</b>	<b>6,031,034,568</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số trả lại	-68,228,825	- 146,576,247	-205,130,858	-244,370,607
<b>Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ</b>	<b>3,785,572,037</b>	<b>2,657,841,128</b>	<b>4,597,629,710</b>	<b>6,275,405,175</b>

## KHUYẾN NGHỊ SỬ DỤNG

---

Thông tin sử dụng trong Bản phân tích này được thu thập từ các nguồn mà APSC đã xem xét tính xác thực. Tuy nhiên, điều này không có nghĩa là APSC đảm bảo tính chính xác hoặc hoàn chỉnh của các thông tin trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong Bản phân tích này là quan điểm độc lập của Chuyên viên Phân tích mà không đại diện cho quan điểm của Công ty Cổ phần Chứng khoán Alpha (APSC). Công ty Cổ phần chứng khoán Alpha không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập trong Bản phân tích này.

Bản phân tích chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin mà không hàm ý người đọc mua hoặc bán và nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng Bản phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo. APSC được giữ bản quyền và là tài sản của APSC, mọi sự sao chép, chuyển giao, trích dẫn hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của APSC đều là trái luật.

### THÔNG TIN LIÊN HỆ

#### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ALPHA - APSC

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Số 2 Phạm Ngũ Lão, Quận Hoàn Kiếm, Tp.Hà Nội, Việt Nam.

Tel: (84.4) 39334666

Fax: (84.4) 39334668

Website: [www.apsc.vn](http://www.apsc.vn)

**Chi nhánh Tp. HCM**

Địa chỉ: Lầu 1, Tòa nhà Alpha, 151 Nguyễn Đình Chiểu, Quận 3, Tp.HCM, Việt nam.

Tel: (84.8) 39308518

Fax: (84.8) 39308516