

Company Report

Ngành: Vận tải biển

24 March 2009

Công ty cổ phần vận chuyển xăng dầu VITACO

Tình hình cơ bản của Công ty

VITACO tiền thân là Công ty vận tải Nhiên liệu VITACO được thành lập vào năm 1975 sau ngày miền Nam giải phóng và chính thức trở thành công ty cổ phần vào năm 2005. Sau hai năm cổ phần, Công ty luôn khẳng định được vị thế của mình trên hai thị trường vận tải xăng dầu đường biển: vận tải xăng dầu nhập khẩu và trong nước với kết quả tài chính được đánh giá cao trong nhóm vận tải đường biển.

Tuy nhiên năm 2008 do ảnh hưởng của lạm phát, suy giảm kinh tế và biến động tỷ giá VND/USD nên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp không được như sự kỳ vọng của các nhà đầu tư. Lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 41,371 tỷ đồng thấp hơn so với kết hoạch hồi đầu năm 2008 là 91%. Đồng thời các chỉ tiêu về tài chính cũng đạt ở mức thấp đặc biệt là các chỉ tiêu về thanh khoản. Tuy nhiên tình hình của Công ty sẽ sớm được cải thiện phần nào trong năm 2009 thông qua việc ký kết hợp đồng chở xăng máy bay với Công ty cổ phần kho cảng xăng dầu Hàng không miền Nam và thanh lý tàu Petrolimex 04.

Năm 2009 tiếp tục là một năm đầy khó khăn và thử thách đối với VITACO

Mặc dù có thêm đơn hàng vận chuyển xăng máy bay, nhưng Công ty vẫn phải đối mặt với sự suy giảm về doanh thu do sự suy giảm về giá cước vận tải biển, nhu cầu sử dụng xăng dầu trong nước và nhu cầu nhập khẩu xăng dầu vì nhà máy Dung Quất đã chính thức đi vào hoạt động từ tháng 2/2009. Bên cạnh đó, những biến động về tỷ giá, giá cước vận tải và giá xăng dầu sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí và giá vốn hàng bán của doanh nghiệp.

Trong dài hạn VITACO vẫn là doanh nghiệp nhiều tiềm năng

Với năng lực đội tàu viễn dương mạnh và các mối quan hệ kinh doanh đầy lợi thế, VITACO hoàn toàn có khả năng phục hồi mạnh trở lại vào năm 2010 khi nền kinh tế thế giới và Việt Nam hồi phục theo dự báo của nhiều tổ chức quốc tế. Đặc biệt năm 2010, Công ước về môi trường đối với tàu chở dầu trên hải phận quốc tế sẽ chính thức được áp dụng (đòi hỏi chất lượng tàu chở dầu phải cao hơn). Khi đó sẽ có rất nhiều tàu của các công ty vận tải biển của Việt Nam phải ngừng hoạt động vì không đạt tiêu chuẩn. Đây sẽ là cơ hội tốt cho đội tàu viễn dương của VITACO phát huy năng lực cạnh tranh hiện tại.

Tổng quan tình hình tài chính

	2006	2007	2008	2009E
Doanh thu (Triệu VND)	394.076	726.717	753.110	692.861
Lợi nhuận sau thuế (Triệu VND)	88.328	187.796	41.371	39.178*
Lợi nhuận biên từ HĐSXKD (%)	22,41	25,84	5,49	6,03
ROE (%)	18,86	30,18	6,01	-
EPS (VND)	2.208	4.695	701,8	664,6
Tăng trưởng EPS YoY (%)		112,61	-85,05	-5,3
BVPS (VND)	13.094	15.557	13.312	-
Giá (VND)	N/A	57.000	11.800	11.577
PB	N/A	3,66	0,89	-
PE	N/A	12,14	16,81	17,42

Số liệu chưa kiểm toán năm 2008, giá cổ phiếu ngày 31/12/08

Nguồn: Công ty, Bloomberg, VCBS

* Chưa bao gồm khoản thu bất thường từ việc thanh lý tàu

Thông tin doanh nghiệp

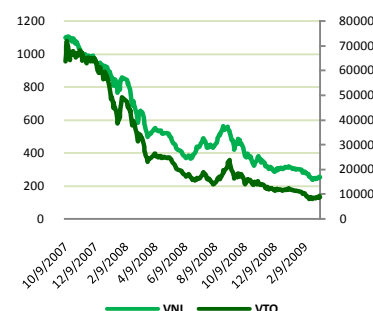
Thông tin cổ phiếu

Giá tại ngày 24 March 2009 (VND)	9.100
Mã niêm yết	VTO
Khoảng giá 52 tuần (VND)	8.100 – 27.000

Lĩnh vực kinh doanh

- Kinh doanh vận tải xăng dầu đường biển
- Đại lý kinh doanh xăng dầu và các sản phẩm hóa dầu
- Mua bán vật tư, thiết bị, phụ tùng ngành vận tải đường biển
- Dịch vụ hàng hải, đại lý tàu biển, cung ứng tàu biển, vệ sinh tàu biển, cho thuê thuyền viên, môi giới hàng hải, dịch vụ bảo dưỡng tàu biển, cho thuê phương tiện vận chuyển xăng dầu đường thủy
- Kinh doanh nhà ở và môi giới bất động sản

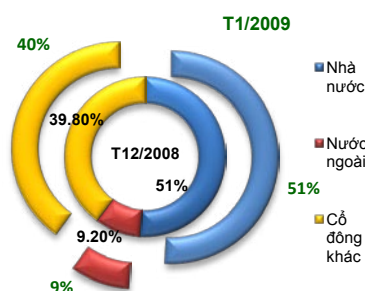
Biến động giá



Cổ phiếu

	FYA
Tỷ trọng vốn hóa trên HOSE	0.38%
Vốn hóa thị trường	513 Tỷ VND
KL lưu hành hiện tại	59.600.000
KL giao dịch bq ngày trong 1 năm	276.788
Cổ đông lớn	
Petrolimex	51%
Ngân hàng Sacombank	7,76%
Room còn lại cho NĐTNN	41,3%

Cơ cấu sở hữu cổ phần





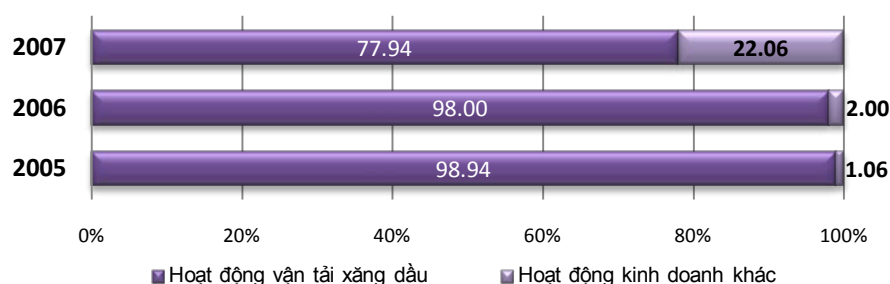
Lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính và vị thế

Hiện nay VITACO đang kinh doanh trên các lĩnh vực chính sau: Vận tải xăng dầu đường biển, dịch vụ hàng hải và đại lý tàu, đại lý kinh doanh xăng dầu, kinh doanh bất động sản và đầu tư tài chính.

Hoạt động vận tải xăng dầu đường biển là hoạt động chính mang lại trên 70% doanh thu

Trong đó, hoạt động vận tải xăng dầu đường biển mang lại doanh thu và lợi nhuận chính cho doanh nghiệp. Tuy nhiên từ năm 2007 doanh nghiệp mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực kinh doanh xăng dầu và bất động sản nên % doanh thu hoạt động vận tải xăng dầu có xu hướng giảm xuống so với các năm trước, nhưng vẫn chiếm vị trí chủ đạo trong hoạt động của doanh nghiệp.

Cơ cấu doanh thu theo %



Nguồn: Bản cáo bạch VITACO

Là công ty có nhiều kinh nghiệm và uy tín trên lĩnh vực vận tải xăng dầu biển với đội tàu viễn dương mạnh

Hiện nay, VITACO đang là công ty hàng đầu trong lĩnh vực vận tải xăng dầu đường biển về kinh nghiệm và uy tín (34 năm hoạt động trong ngành) với đội tàu mạnh bao gồm 11 tàu với tổng tải trọng có ích đạt trên 50.000 DWT và độ tuổi sử dụng trung bình là 15,23 năm.

Khối tàu viễn dương bao gồm 6 tàu với tổng trọng tải là 174.913 DWT (Vận tải hàng nhập khẩu cho Petrolimex từ các nước trong khu vực Đông Nam Á, Đông Bắc Á về các cảng lớn của Việt Nam, tham gia chuyển tải Vịnh Vân Phong về các cảng Nhà Bè, Đà Nẵng, Hòn Gai). Trong đó có 3 tàu mới nhập trong năm 2008 (Petrolimex 11, 12 và 14). Đây là lợi thế của VITACO so với các công ty vận tải xăng dầu khác trong cạnh tranh vận tải xăng dầu nhập khẩu vì đội tàu viễn dương có độ tuổi sử dụng trẻ, trọng tải lớn và đều được sản xuất từ các nước uy tín: Nhật và Hàn Quốc.

Đội tàu ven biển đã nhiều tuổi

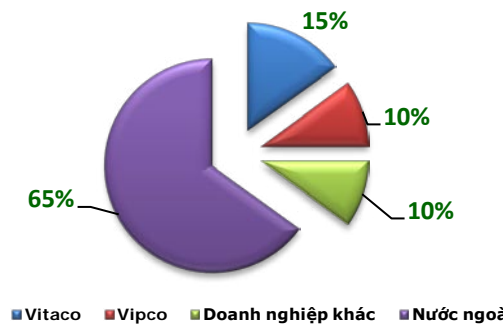
Khối tàu ven biển bao gồm 5 tàu với tổng trọng tải là 12.733 DWT (vận tải hàng nhập khẩu từ Thái Lan, Singapore, Trung Quốc về các cảng nhỏ trong nước như Hà Tĩnh, Cần Thơ, Quy Nhơn; vận tải nội địa và tham gia chuyển tải Vịnh Vân Phong về các cảng nhỏ như Nha Trang, Quy Nhơn). Trong đó có tới 3 tàu đã sử dụng được trên 30 năm và đã hết khấu hao. Đây là nguyên nhân làm giảm hiệu quả vận chuyển xăng dầu nội địa của doanh nghiệp.

Đội tàu có trọng tải phù hợp với khả năng đón nhận của các cảng biển Việt Nam (tàu trọng tải dưới 50.000 DWT)

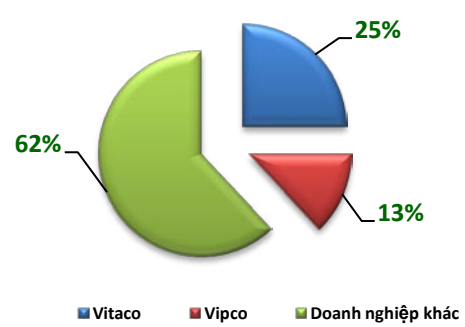
Nhóm tàu	Tên tàu	Tuổi sử dụng (Năm)	Nguồn cung cấp sản phẩm	Trọng tải (DWT)
Tàu Viễn dương	Petrolimex 04	21	Nhật Bản	29.998
	Petrolimex 08	6	Hàn Quốc	37.463
	Petrolimex 09	2	Hàn Quốc	41.164
	Petrolimex 11	0,3	Hàn Quốc	40.000
	Petrolimex 12	0,75	Hàn Quốc	13.144
	Petrolimex 14	0,5	Hàn Quốc	13.144
Tàu ven biển	Tàu Nhà Bè 01	33	Nhật Bản	3.226
	Tàu Nhà Bè 02	32	Nhật Bản	2.364
	Tàu Nhà Bè 03	32	Nhật Bản	4.793
	Tàu Ấp Bắc 02	23	Việt Nam	1.200
	Tàu Ấp Bắc 03	17	Việt Nam	1.150



Thị phần vận tải xăng dầu nhập khẩu



Thị phần vận tải xăng dầu trong nước

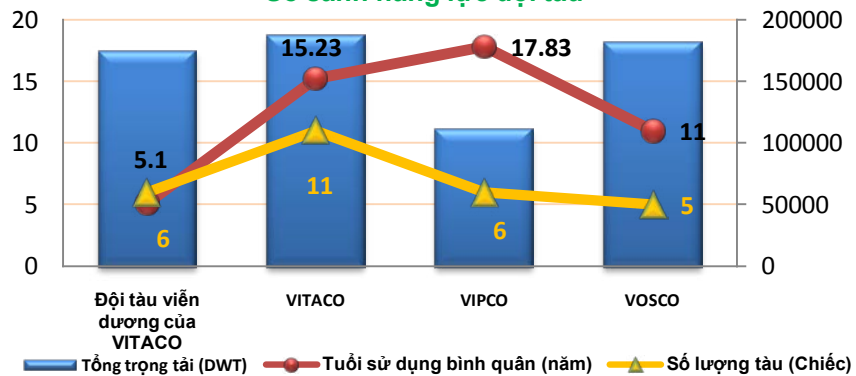


Nguồn: Báo cáo bạch VIPCO và VITACO

Với uy tín, kinh nghiệm, mối quan hệ kinh doanh, và đội tàu viễn dương mạnh, đạt tiêu chuẩn quốc tế, VITACO luôn chiếm thị phần lớn trên cả hai thị trường vận tải xăng dầu đường biển

VITACO chiếm thị phần lớn trên cả hai thị trường vận tải xăng dầu đường biển: xăng dầu nhập khẩu (15% thị phần) và nội địa (25% thị phần). Đối thủ cạnh tranh trực tiếp với VITACO hiện nay là VIPCO (khả tương đồng với VITACO về quy mô vốn, hoạt động kinh doanh và cùng là công ty con của Tổng công ty xăng dầu Việt Nam Petrolimex), ngoài ra còn có các doanh nghiệp khác như: Vosco, Vinashin,... Tuy nhiên, VITACO vẫn có nhiều lợi thế hơn cả về mối quan hệ kinh doanh, uy tín và công nghệ (là doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam đạt được tiêu chuẩn của Tổ chức hàng hải quốc tế (IMO), có đội tàu viễn dương hiện đại, trẻ độ tuổi trung bình là 5,1). Đặc biệt, năm 2008 vừa qua VITACO đã tham gia góp vốn cùng Công ty xăng dầu Hàng không VINAPCO thành lập Công ty cổ phần kho cảng xăng dầu Hàng không miền Nam. Do đó VITACO sẽ nhận được lợi thế ưu tiên trong việc ký kết hợp đồng vận chuyển xăng máy bay trong thời gian tới.

So sánh năng lực đội tàu



Nguồn: VITACO, VIPCO, VOSCO

VITACO đang sở hữu một danh mục cổ phiếu khoảng 60 tỷ VND

Về hoạt động tài chính, hiện tại doanh nghiệp đang quản lý một danh mục đầu tư cổ phiếu khoảng 60 tỷ VND. Trong đó, 3 tỷ đồng là đầu tư cổ phiếu ngắn hạn và 57 tỷ đồng là đầu tư dài hạn. Hiện nay, doanh nghiệp đã hoàn thành trích lập dự phòng cho danh mục đầu tư ngắn hạn. Còn đầu tư tài chính dài hạn được phân bổ cho 2 cổ phiếu OTC: Cổ phiếu của Công ty An Phú (50 tỷ VND, tương đương tỷ lệ nắm giữ là 9,7%); Cổ phiếu Công ty cổ phần rượu, bia, nước giải khát Sài Gòn (Sabeco).

Chiến lược kinh doanh

Chiến lược của Công ty trong thời gian tới là tiếp tục khẳng định thế mạnh của mình trong lĩnh vực vận chuyển xăng dầu với đội tàu viễn dương, còn đội tàu ven biển sẽ được tổ chức lại và đầu tư thêm cho phù hợp với điều kiện cạnh tranh hiện nay. Bên cạnh đó Công ty sẽ tiếp tục phát triển và mở rộng thị trường vận tải sang các ngành khác và ra quốc tế, đồng thời tiếp tục phát triển kinh doanh trên các lĩnh vực đã mở ra: kinh doanh xăng dầu, bất động sản, tài chính nhằm đa dạng hóa ngành nghề và giảm thiểu rủi ro kinh doanh.

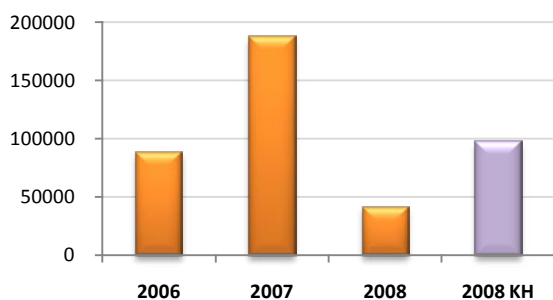


Tình hình hoạt động kinh doanh năm 2008

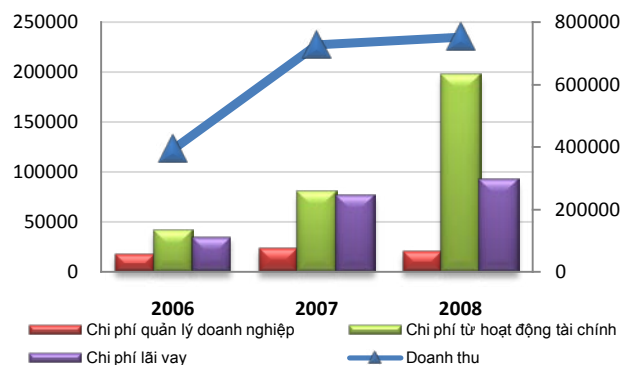
Kết quả kinh doanh năm 2008 thấp hơn nhiều so với các năm trước

Sau đợt điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận năm 2008 vào tháng 11/2008 xuống còn 45 tỷ đồng so với mức 97 tỷ đồng hồi đầu năm, VITACO vẫn không hoàn thành kế hoạch về cuối năm. Mặc dù doanh thu tăng 4% so với năm 2007, nhưng lợi nhuận lại chỉ bằng 22% so với lợi nhuận của năm 2007 và bằng 46,8% năm 2006.

Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp



Biến động doanh thu và chi phí (Triệu VND)



Nguồn: Công ty, Bloomberg và VCBS

Nguyên nhân thứ nhất, trong năm 2008 hai tàu Viễn dương của VITACO phải lên đường bảo dưỡng, không tham gia vào hoạt động vận chuyển của Công ty (mỗi tàu có thời gian bảo dưỡng khoảng 1 tháng). *Thứ hai*, sự gia tăng mạnh của giá xăng dầu nửa đầu năm 2008 đã làm gia tăng giá vốn hàng bán của VITACO (giá vốn hàng bán năm 2008 tăng 16% so với năm 2007). *Thứ ba*, là sự gia tăng về chi phí lãi vay do tỷ giá VND/USD tăng so với đầu năm (Tỷ giá tháng 12/2008 tăng 9,46% so với tháng 1/2008). *Thứ tư* là thị trường chứng khoán năm 2008 sụt giảm mạnh làm cho giá trị danh mục cổ phiếu mà Công ty nắm giữ cũng bị suy giảm về giá trị. *Cuối cùng*, theo quy định về thuế thu nhập doanh nghiệp (điểm 10, mục VI, danh mục A, nghị định 164/2003/NĐ-cp, VITACO được hưởng mức thuế suất 20% trong 10 năm, được miễn giảm thuế trong 2 năm và giảm 50% thuế suất trong 5 năm tiếp theo. Năm 2008 là năm đầu tiên doanh nghiệp thực hiện nghĩa vụ thuế với mức thuế suất giảm một nửa so với quy định sau hai năm được miễn giảm 2006, 2007. Đây cũng là một trong những nguyên nhân làm giảm lợi nhuận của Công ty so với hai năm trước.

Bảng các chỉ tiêu tài chính

Khả năng sinh lời (%)	2006	2007	2008
Lợi nhuận biên từ hoạt động SXKD	22,41	25,84	5,49
ROA	16,86	30,18	5,27
ROE	8,12	10,78	1,38
Hiệu quả hoạt động (vòng)			
Vòng quay các khoản phải thu	5,86	11,53	12,82
Vòng quay hàng tồn kho	7,61	16,40	14,50
Hiệu suất sử dụng tài sản cố định	0,12	0,14	0,06
Vòng quay tổng tài sản	0,36	0,42	0,22
Khả năng thanh khoản (lần)			
Hệ số thanh toán hiện hành	4,00	4,12	0,50
Hệ số thanh toán nhanh	2,73	2,81	0,27
Hệ số thanh toán ngay	1,99	2,05	0,05
Cơ cấu vốn (%)			
Nợ/ Vốn CSH	17,47	13,37	33,86
Nợ/ Tổng tài sản	53,26	64,26	77,03

Nguồn: Công ty và VCBS tính toán

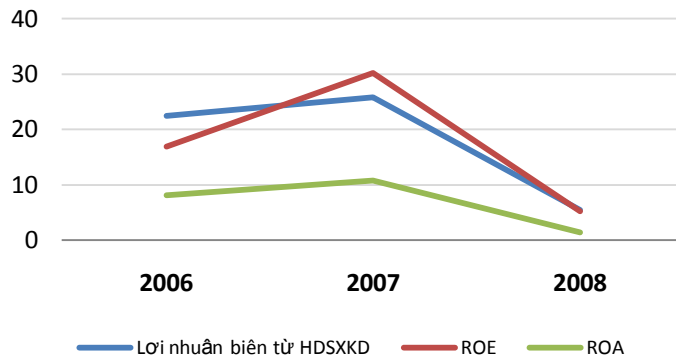


Khả năng sinh lời không còn ở mức cao như hai năm trước

Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời đều ở mức thấp

Mức doanh lợi tiêu thụ sản phẩm (Lợi nhuận sau thuế/doanh thu) chỉ đạt 5,49% giảm 78,8% so với năm 2007 và 75,5% so với năm 2006. Các chỉ tiêu ROE, ROA đều giảm hơn 80% so với năm 2007, giảm trên 65% so với năm 2006 và thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành vận tải biển (ROE, ROA của Công ty tương ứng là 5,27%, 1,38% trong khi trung bình ngành ROE là 11,39%, ROA là 5,84%). Nguyên nhân chủ yếu là do sự sụt giảm mạnh về lợi nhuận (giảm 77,97% so với năm 2007) và sự gia tăng mạnh của tổng tài sản (tăng 96% so với năm 2007 do doanh nghiệp nhập mới 3 tàu viễn dương Petrolimex 11, 12, 14).

Biến động chỉ tiêu sinh lợi (%)



Hiệu quả hoạt động

Hiệu quả sử dụng tài sản cố định của VITACO trong năm 2008 không được tốt. Điều này được thể hiện thông qua sự sụt giảm mạnh của chỉ tiêu hiệu suất sử dụng tài sản cố định (Doanh thu/Tổng tài sản cố định, giảm 50% so với năm 2007 và 2006). Nguyên nhân là do đội tàu vận tải ven biển của VITACO đã sử dụng được nhiều năm (tuổi trung bình của đội tàu ven biển là trên 27 năm) nên công suất không cao và do việc 2 tàu viễn dương phải đi bảo dưỡng trong khi đó 2 tàu viễn dương mới Petrolimex 12, 14 nhập vào tháng 6 và tháng 9/2008 chưa được đưa vào sử dụng vì đơn hàng vận chuyển xăng máy bay (Jet A1) cho Công ty cổ phần kho cảng xăng dầu Hàng không miền Nam sang năm 2009 mới được ký kết.

Chỉ tiêu vòng quay hàng tồn kho giảm so với năm 2007, cho thấy hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong năm 2008 chưa tốt, nên vật tư hàng hóa bị ứ đọng. Đây là do ảnh hưởng của biến động giá dầu đầu năm và suy giảm kinh tế về cuối năm làm cho hoạt động kinh doanh vật tư, thiết bị, phụ tùng ngành vận tải đường biển và kinh doanh xăng dầu gặp khó khăn.

Mặc dù chỉ tiêu đánh giá hiệu quả sử dụng vốn lưu động (vòng quay vốn lưu động) đạt 3,48 vòng, tăng 59,6% so với năm 2007, nhưng nguyên nhân không phải do sự suy giảm về hàng tồn kho và các khoản phải thu (thực tế hàng tồn kho tăng 85% so với năm 2007, các khoản phải thu dường như không biến động) mà là do sự suy giảm mạnh về tiền, các khoản đầu tư ngắn hạn và tài sản lưu động khác (giảm hơn 70% so với năm 2007).

Tóm lại hiệu quả hoạt động của VITACO trong năm 2008 chưa tốt. Nhưng sang năm 2009 tình hình hứa hẹn nhiều cải thiện khi 3 tàu mới nhập của VITACO đi vào vận hành chính thức. Nhất là VITACO có thêm hợp đồng khá ổn định từ vận chuyển xăng máy bay cho Công ty Kho cảng xăng dầu Hàng không miền Nam mà VITACO góp vốn thành lập trong năm 2008.

Hiệu quả hoạt động chưa cao nhưng sẽ được cải thiện trong năm 2009

Tỷ trọng tài sản cố định trong tổng tài sản lên tới 96,14% trong năm 2008

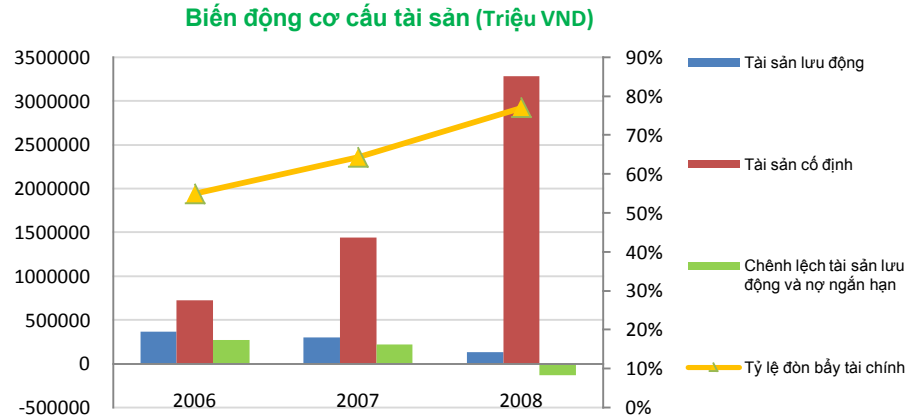
Công ty đang trong tình trạng mất cân đối về cơ cấu vốn và tài sản

Hiện nay, tài sản cố định đang chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của doanh nghiệp, điều này phù hợp với đặc tính của ngành vận tải biển vì phải đầu tư cho đội tàu và kho cảng. Tuy nhiên tỷ trọng tài sản cố định trong tổng tài sản lên tới 96,14% năm 2008, theo chúng tôi là mất cân đối trong khi doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính lớn (tỷ lệ nợ/tổng tài sản năm



2008 tương đương 77,03% cao hơn mức trung bình ngành 21,28%). Việc duy trì cơ cấu vốn như năm 2008 sẽ hạn chế khả năng quay vòng vốn của doanh nghiệp và làm cho doanh nghiệp phải đối mặt với chi phí bảo dưỡng, bảo quản và khấu hao cao. Đồng thời doanh nghiệp cũng đối mặt với rủi ro thanh khoản lớn.

Bên cạnh đó tỷ trọng vay nợ dài hạn (phần lớn là các khoản vay bằng USD) quá lớn trong tổng nguồn vốn (chiếm 69,23% cơ cấu vốn năm 2008, 59,47% năm 2007). Đây sẽ là thách thức lớn với doanh nghiệp trước diễn biến tỷ giá năm 2008 và nguy cơ biến động tỷ giá trong năm 2009.



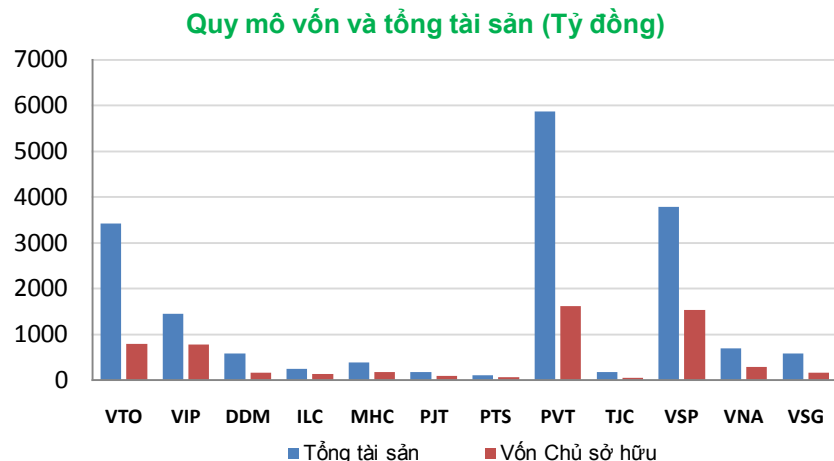
Khả năng thanh toán của Công ty đang ở mức rất thấp

VITACO đang phải đối mặt với mức độ mất an toàn thanh khoản cao khi tỷ lệ thanh toán hiện hành, thanh toán nhanh và thanh toán ngay đều nhỏ hơn hoặc bằng 0,5. Đặc biệt, chênh lệch tài sản lưu động và nợ ngắn hạn đạt giá trị âm trong năm 2008 (-133,9 tỷ đồng). Điều này cho thấy doanh nghiệp đang sử dụng một phần vốn ngắn hạn cho hoạt động đầu tư dài hạn. Đây thực sự là thách thức đối với doanh nghiệp trong ngắn hạn. Tuy nhiên sắp tới, khi việc thanh lý tàu Petrolimex 04 thành công và các hợp đồng chở xăng máy bay được thực hiện, tình hình thanh khoản của doanh nghiệp sẽ được cải thiện dần.

So sánh với các công ty cùng ngành

Tính đến hết ngày 31/12/2008, VITACO có quy vốn và tài sản đứng thứ 3 trong nhóm ngành vận tải biển sau PVTrans và VINASHIN. Tuy nhiên cần lưu ý là PVTrans và VINASHIN hoạt động kinh doanh vận tải chở xăng dầu không phải là hoạt động chính. Bên cạnh hoạt động này họ còn tập trung kinh doanh vận tải hàng khô và container. Chỉ có VIPCO là khá tương đồng với VITACO về quy mô vốn và hoạt động kinh doanh (vận chuyển xăng dầu đường biển chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu).

Quy mô vốn và tài sản đứng thứ 3 trong nhóm ngành vận tải biển



Nguồn: Bloomberg và VITACO



Mặc dù có quy mô vốn và tài sản lớn, và được đánh giá là một trong những công ty có chỉ tiêu tài chính tốt trong năm 2006 và 2007, nhưng năm 2008 VITACO đã đánh mất vị trí của mình khi ROA, ROE đạt ở mức thấp so với trung bình ngành và nhiều công ty khác cùng ngành vận tải biển. Bên cạnh đó PE và PB năm 2008 của VITACO cũng cao hơn khá nhiều so với đối thủ cạnh tranh trực tiếp VIPCO, trung bình ngành và nhiều công ty khác.

Kết quả tài chính của công ty đang ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành trong năm 2008

Một số chỉ tiêu tài chính các công ty ngành vận tải biển								
Công ty	Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	Tổng tài sản (tỷ VND)	VCSH (tỷ VND)	ROA 2008	ROE 2008	EPS 2008	P/B 2008	P/E 2008
VTO	513	3.415	788	1,38	5,27	701,8	0,89	16,81
VIP	483	1.446	780	5,19	9,93	1.300	0,83	8,54
DDM	91	586	164	2,50	8,94	1.641	0,60	6,77
ILC	52	246	130	4,85	9,18	2.920	0,42	4,56
MHC	74	389	172	0,03	0,07	-	-	-
PJT	57	179	89	2,78	5,62	799	0,85	15,15
PTS	48	104	65	11,16	17,83	3.762	0,67	3,77
PVT	1.872	5.870	1.611	1,21	4,43	707	1,05	23,63
TJC	33	173	57	8,26	24,89	4.761	0,65	2,60
VSP	587	3.788	1.539	7,78	19,16	22.905	0,44	2,30
VNA	224	696	294	11,69	27,66	4.069	1,01	3,64
VSG	93	586	164	0,84	3,00	520	0,58	19,24
Trung bình ngành	343,92	1.052,17	487,81	5,84	11,39	4.007*	0,73*	9,73*

Ngành vận tải biển gồm các mã: DDM, ILC, MHC, PJT, PTS, PVT, TJC, VSP, VNA, VSG, VSP (Chuẩn ICB)

*: Không bao gồm giá trị mã MHC

Nguồn: Công ty, VCBS, Bloomberg

Như vậy nhìn nhận trên góc độ tài chính năm 2008, VITACO có phần kém hấp dẫn hơn so với công ty cạnh tranh trực tiếp VIPCO và các công ty khác trong ngành vận tải biển. Bên cạnh việc bị ảnh hưởng chung bởi khủng hoảng kinh tế, có thể thấy rằng lãnh đạo doanh nghiệp đã không lường trước được những biến động về tỷ giá trong năm 2008 và đã đầu tư quá nhiều vào việc mua mới đội tàu trong giai đoạn này, dẫn đến tình hình tài chính của doanh nghiệp càng khó khăn hơn. Nhưng thực trạng này sẽ sớm được cải thiện một phần trong năm 2009 thông qua việc ký kết hợp đồng chở xăng máy bay với Công ty cổ phần kho cảng Hàng không miền Nam và thanh lý tàu.

Môi trường kinh doanh trong thời gian tới

2009 vẫn là một năm đầy khó khăn, nhưng hứa hẹn sẽ phục hồi vào đầu năm 2010

Năm 2009 vẫn là một năm đầy khó khăn và thách thức đối với nền kinh tế toàn cầu, đặc biệt đối với các nước đang phát triển và có nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu như Việt Nam. Mặc dù chính sách kích cầu đã được Chính phủ các nước áp dụng từ đầu năm, nhưng tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm nay sẽ tiếp tục giảm mạnh so với năm 2008 theo dự báo của IMF. Hai khu vực kinh tế lớn nhất thế giới Mỹ và Châu Âu cũng được dự báo với mức tăng trưởng âm trong năm 2009. Tuy nhiên nền kinh tế toàn cầu sẽ dần phục hồi trong hai quý đầu năm 2010, theo dự báo của một số tổ chức quốc tế.

Tốc độ tăng trưởng kinh tế (%)

	2007	2008	2009 Est	2010 Est
Thế giới	3,8	2,5	0,5 – 1,5	3
Mỹ	2,0	1,1	- 1,6	1,6
Châu Âu (EU)	2,6	1,0	-2	0,2
Nhật Bản	2,4	- 0,3	- 2,6	0,6
Việt Nam	8,48	6,23	4,75	-

Est: dự báo _ Nguồn: Báo cáo IMF tháng 3/2009

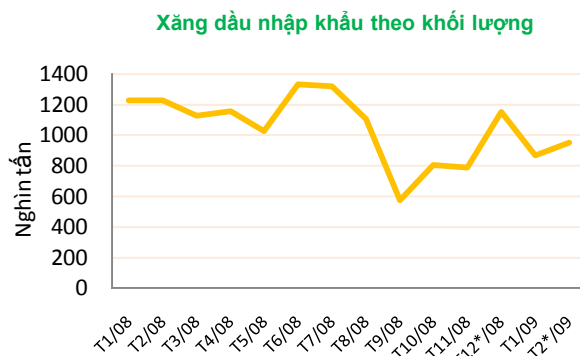


Thách thức và khó khăn đối với VITACO trong năm 2009

Sự suy giảm về số lượng đơn hàng từ Petrolimex

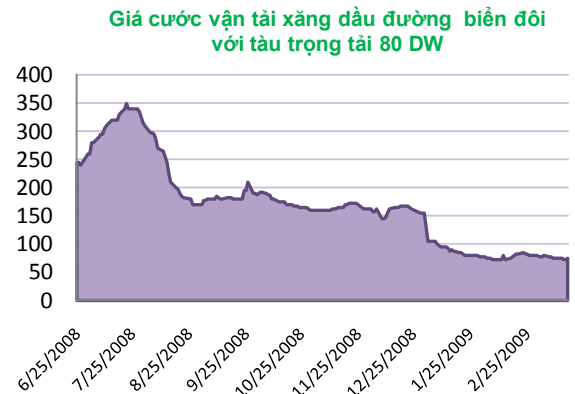
Do tác động của suy giảm kinh tế toàn cầu, nhu cầu xăng dầu nhập khẩu của Việt Nam giảm mạnh từ sau tháng 7/2008. Mặc dù hiện tại khối lượng xăng dầu nhập khẩu có tăng trở lại, nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm trước (T2/2009 ước tính giảm 22,51% so với cùng kỳ năm trước). Và nhu cầu này có xu hướng giảm mạnh hơn trong các tháng tới do nhà máy lọc dầu Dung Quất đã đi vào hoạt động chính thức từ cuối tháng 2 vừa qua (Theo dự báo, nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ đáp ứng 1/3 nhu cầu xăng dầu trong nước trong năm 2009). Trong khi đó hoạt động vận tải xăng dầu của VITACO dựa chủ yếu vào nguồn đơn hàng từ thị trường xăng dầu nhập khẩu (chiếm khoảng 90% doanh thu từ hoạt động vận tải của Công ty).

Nhu cầu vận chuyển xăng dầu nhập khẩu sẽ giảm ít nhất 1/3 so với năm 2008



Nguồn: Tổng cục Thống kê

*: Giá trị ước tính



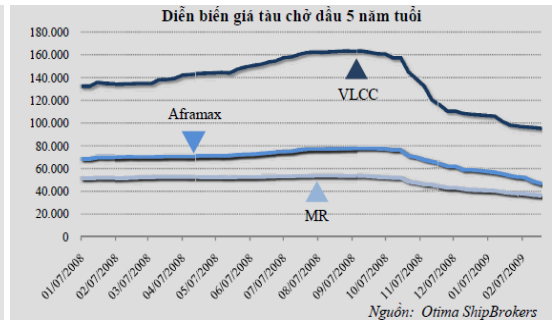
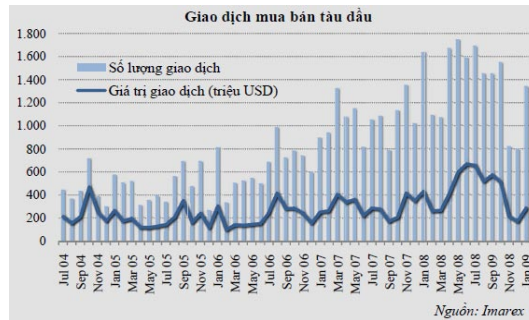
Nguồn: Bloomberg

Giá cước vận tải biển giảm mạnh so với năm 2008

Mặc dù thị trường vận chuyển các sản phẩm về dầu ít bị ảnh hưởng hơn so với thị trường vận chuyển container và hàng khô, nhưng cũng không tránh khỏi tình trạng chung: Giá cước giảm do tình trạng suy giảm kinh tế toàn cầu. Hiện nay giá cước vận tải đã giảm khoảng 69 % so với thời điểm cuối tháng 6/2008 và 78% so với thời điểm đỉnh điểm vào cuối tháng 7/2008. Điều này ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu của VITACO và các doanh nghiệp vận tải xăng dầu đường biển khác. Cùng với sự suy giảm về số lượng đơn hàng, khả năng lớn doanh thu trong quý I/2009 của VITACO sẽ giảm mạnh so với quý IV/2008.

Giá giao dịch mua bán lại tàu giảm

Hiện nay giá mua bán tàu chở dầu đang ở mức thấp, bao gồm cả tàu đóng mới và tàu đã qua sử dụng. Tàu đóng mới giá tháng 1/2009 giảm khoảng 51% so với thời điểm tháng 6-7/2008. Loại tàu cũ đã sử dụng được 5 năm tuổi giá tháng 2/2009 cũng giảm hơn 20% so với thời điểm đầu năm 2008. Trong đó, loại tàu VLCC (loại tàu chở dầu lớn thứ 2 hiện nay) mất giá lớn nhất, khoảng 30%. Loại tàu mà giá ít biến động nhất trong năm 2008 là tàu MR (tàu chở dầu sản phẩm) cũng giảm khoảng 23%. Trong khi đó VITACO đang dự định thanh lý tàu Petrolimex 04 (21 năm tuổi). Khả năng lớn VITACO sẽ không đạt được mức giá kỳ vọng 100 tỷ VND trong đợt thanh lý lần này.



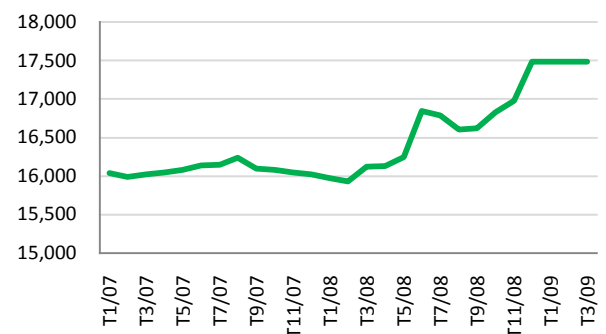
Nguồn: BVSC

Biến động tỷ giá VND/USD

Trong hai tháng vừa qua tỷ giá VND/USD luôn được niêm yết ở mức trần tại hầu hết các ngân hàng thương mại. Nguyên nhân không phải do Việt Nam thiếu USD mà là do các doanh nghiệp xuất khẩu và người dân găm giữ USD bằng cách gửi tại Ngân hàng với kỳ hạn ngắn, chờ tỷ giá tăng. Ngày 24/3/2009 vừa qua, Chính phủ đã phát hành trái phiếu ngoại tệ thành công với mức lãi suất trúng thầu 3% góp phần lưu thông lượng USD trong các ngân hàng thương mại dưới dạng tiền gửi có kỳ hạn. Điều này khiến cho sức ép giảm giá VND bớt nóng hơn.

Tuy nhiên nhu cầu USD sẽ tăng mạnh trở lại trong thời gian tới khi nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào tăng cao nhờ vào chính sách kích cầu của Chính phủ và đặc biệt là khi nền kinh tế phục hồi trở lại. Trong khi đó Chính phủ đã chính thức mở rộng biên độ tỷ giá nhằm điều tiết cung cầu ngoại hối linh hoạt hơn (biên độ tỷ giá hiện nay tăng 2% tương đương với mức +/-5%). Như vậy tỷ giá hoàn toàn có khả năng tăng thêm 2% nữa khi nhu cầu USD nóng trở lại.

Tỷ giá VND/USD Vietcombank



Nguồn: Vietcombank

Hiện tại, VITACO đang nắm giữ một khoản nợ dài hạn bằng ngoại tệ lớn khoảng 100 triệu USD với lãi suất SIBOR +2%/năm. Sự gia tăng tỷ giá trong năm 2008 đã làm gia tăng chi phí lãi vay của VITACO (tăng 19,89% so với năm 2007). Nếu tỷ giá gia tăng, khoản nợ này sẽ tạo thêm gánh nặng đối với doanh nghiệp trong tình hình khó khăn hiện nay. Nhưng nhìn trên một góc độ khác, việc Chính phủ áp dụng chính sách nới rộng biên độ tỷ giá thay vì phá giá VND (tăng tỷ giá liên ngân hàng) sẽ giảm bớt rủi ro tỷ giá hơn cho các doanh nghiệp có khoản vay dài hạn bằng USD như VITACO. Vì khi tăng biên độ tỷ giá, tỷ giá tăng hay không tăng, tăng nhiều hay ít sẽ phụ thuộc nhiều vào cung cầu thị trường.

Giá xăng dầu đang có xu hướng gia tăng trở lại

Giá dầu sau một thời gian dài giảm giá, từ cuối tháng 2/2009 trở lại đây đang có xu hướng gia tăng trở lại do sự cắt giảm sản lượng của Tổ chức các nước xuất khẩu dầu mỏ OPEC. Hiện nay giá dầu thô đã lên trên 50 USD/thùng, mặc dù thấp hơn so với thời kỳ đỉnh điểm tháng 7/2008 (khoảng 64%) nhưng có khả năng sẽ tiếp

Giá dầu thô thế giới



Nguồn: Oil-price.net

Tỷ giá về cuối năm có khả năng tăng thêm 2% so với thời điểm cuối năm 2008

Giá dầu thô đã tăng trở lại, nhưng sẽ không vượt mốc 70 USD/thùng vào cuối năm nay

tục tăng trong thời gian tới do chính sách kích cầu của Chính phủ các nước trên thế giới. Tuy nhiên sẽ khó vượt mốc 70 USD/thùng vì OPEC đã có cam kết sẽ không cắt giảm sản lượng để đẩy giá dầu lên. Vì vậy giá vốn hàng bán của các doanh nghiệp vận tải biển các tháng về cuối năm có khả năng tăng cao hơn so với các tháng đầu năm, nhưng nhìn chung sẽ thấp hơn so với năm 2008.

Tiềm năng và cơ hội của VITACO trong thời gian tới

Thị trường vận tải xăng dầu mới

Năm 2008 vừa qua, VITACO đã tham gia góp vốn với Công ty xăng dầu Hàng không VINAPCO, thành lập Công ty cổ phần kho cảng xăng dầu Hàng không miền Nam. Hoạt động này giúp VITACO mở rộng thị trường sang lĩnh vực xăng dầu hàng không với nguồn hàng khá ổn định, đồng thời giúp VITACO đối mặt với sự suy giảm về nguồn đơn hàng từ Petrolimex trong năm 2009. Hơn nữa Việt Nam đang có chiến lược mở rộng và phát triển ngành hàng không, nên nhu cầu về xăng máy bay cũng sẽ tương đối lớn. Đây thực sự là thị trường tiềm năng để VITACO khai thác và vận dụng hết công suất đội tàu của mình.

Quy định pháp luật về tàu chở dầu hoạt động quốc tế

Tổ chức Hàng Hải đã đưa ra Công ước về môi trường, theo đó những tàu chở dầu vỏ đơn hoặc trên 20 năm tuổi sẽ không được phép lưu thông quốc tế từ năm 2010. Đây là sức ép đối với nhiều doanh nghiệp vận tải xăng dầu đường biển của Việt Nam, nhưng lại là lợi thế đối với VITACO vì các tàu viễn dương của VITACO đều đạt tiêu chuẩn quốc tế và có độ tuổi sử dụng bình quân trẻ 5,1 năm và sẽ là 1,9 năm sau khi thanh lý tàu Petrolimex 04. Đây là cơ hội cho đội tàu viễn dương của VITACO phát huy năng lực cạnh tranh của mình.

Việt Nam là nước có nhu cầu sử dụng sản phẩm xăng dầu cao trên thế giới

Việt Nam là nền kinh tế đang phát triển và có tốc độ tăng trưởng cao (luôn trên 7%) kể từ năm 2002 đến trước khi xảy ra suy thoái kinh tế toàn cầu năm vừa qua. Tốc độ tăng trưởng nhu cầu sử dụng sản phẩm xăng dầu của Việt Nam tương đối cao vào khoảng 6%/năm cao so với mức 2-3% của thế giới hiện nay. Năm 2008 do ảnh hưởng của suy giảm kinh tế toàn cầu, tốc độ tăng trưởng kinh tế và nhu cầu sử dụng xăng dầu của Việt Nam có chậm lại nhưng hứa hẹn sẽ tăng trở lại ở mức 6%/năm và cao hơn khi nền kinh tế hồi phục.

Hơn nữa xăng dầu là đầu vào thiết yếu của hầu hết các ngành công nghiệp và cũng là sản phẩm thiết yếu cho hoạt động hàng ngày của xã hội. Do đó nhu cầu xăng dầu được dự báo sẽ tăng trở lại sớm hơn thời điểm nền kinh tế phục hồi. Và nhu cầu về vận chuyển xăng dầu đường biển và giá cước cũng sẽ tăng trở lại.

Điều kiện thiên nhiên tại Việt Nam ư ái cho vận tải đường biển và phát triển kinh doanh kho cảng

Việt Nam nằm ở vị trí đắc địa trong khu vực Châu Á về lưu thông đường biển, bên cạnh đó còn sở hữu đường bờ biển khá dài 3.200 km với 90 cảng biển lớn nhỏ được phân bố đều trong cả nước. Đây thực sự là điều kiện tốt để phát triển ngành vận tải biển và kho cảng. Tuy nhiên hiện nay Việt Nam mới chỉ đáp ứng được 20% nhu cầu vận chuyển của cả nước. Đây là cơ hội lớn đồng thời cũng là thách thức cho VITACO và các doanh nghiệp vận tải biển phát triển và cạnh tranh với các đội tàu nước ngoài.

Thị trường vận tải xăng, dầu máy bay đầy tiềm năng

Việt Nam có tốc độ tăng trưởng nhu cầu sử dụng xăng dầu và các sản phẩm khác về dầu cao



Cơ sở dự báo năm 2009

Doanh thu giảm do sự suy giảm về số lượng đơn hàng

Dự báo các khoản thu

Năm 2009, theo dự báo của nhiều tổ chức quốc tế uy tín nền kinh tế Việt Nam và thế giới sẽ còn khó khăn mặc dù các gói kích cầu của Chính phủ các nước đang được triển khai trên toàn thế giới. Hiện nay giá cước vận tải biển tuy có tăng nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với thời điểm đầu năm 2008 khoảng 83%. Bên cạnh đó, nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động (theo dự báo sẽ đáp ứng 1/3 nhu cầu xăng dầu trong nước năm 2009) và điều này đồng nghĩa với việc nhu cầu xăng dầu nhập khẩu và vận chuyển xăng dầu nhập khẩu sẽ suy giảm khoảng 1/3. Tuy nhiên năm 2009, VITACO không có tàu nào phải bảo hành theo định kỳ, nên hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sẽ ổn định. Bên cạnh đó doanh nghiệp sẽ có thêm những hợp đồng mới chở xăng máy bay cho Công ty kho cảng Hàng không miền Nam mà công ty tham gia đóng góp vốn thành lập. Đây là nguồn gia tăng bù đắp cho sự suy giảm về số lượng đơn hàng từ Petrolimex. Nên chúng tôi cho rằng doanh thu của doanh nghiệp năm 2009 sẽ giảm khoảng 8% so với năm 2008.

Mức giá thanh lý tàu sẽ đạt ở mức thấp hơn so với kỳ vọng 100 tỷ VND của doanh nghiệp

VITACO dự tính thanh lý tàu Petrolimex 04 với mức giá kỳ vọng là 100 tỷ VND. Nhưng do tình hình nền kinh tế đang gặp nhiều khó khăn, giá giao dịch mua bán tàu sụt giảm, trong khi tàu đã sử dụng được 21 năm và sẽ hết khấu hao vào năm 2009, nên chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ khó đạt được mức giá kỳ vọng này. Vì như tàu Petrolimex 01 (sử dụng được 24 năm tính đến thời điểm thanh lý năm 2007_khi nền kinh tế đang tăng trưởng mạnh mẽ) cũng chỉ đạt được ở mức giá là 80 tỷ VND. Nên khoản thanh lý tàu này sẽ thấp hơn nhiều so với dự kiến của doanh nghiệp, và sẽ được đưa vào khoản thu bất thường trong năm 2009 góp phần cải thiện phần nào tình hình tài chính của doanh nghiệp trong năm nay.

Dự báo biến động các khoản chi

Với thách thức và khó khăn hiện tại, năm 2009 vẫn là một năm đầy thử thách và khó khăn đối với VITACO nên theo chúng tôi chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ tăng nhẹ so với năm 2008, còn chi phí lãi vay có thể tăng do sự biến động tỷ giá (biên độ tỷ giá hiện nay đã được tăng thêm 2% so với năm 2008). Ngoài ra giá vốn hàng bán giảm do sự suy giảm về số lượng đơn hàng và giá dầu so với năm 2008.

Định giá

Định giá theo phương pháp P/E trên cơ sở so sánh ngang với doanh nghiệp tương đồng VIPCO, PVTrans và ngành vận tải biển các nước trong khu vực Trung Quốc và Thái Lan (hai nước khá tương đồng với Việt Nam về kinh tế).

	P/E est	EPS est	Giá est
Ngành vận tải biển Trung Quốc	19,47	0,34*	6,44*
Ngành vận tải biển Thái Lan	8,11	1,32*	10,92*
PVT	21,79	640	14.200
VIP	20,29	797	16.200

**: đơn vị tiền tệ của nước tương ứng*

e: dự báo cho năm 2009

Nguồn: Bloomberg và BVCS

Giả định khối lượng cổ phiếu lưu hành bình quân năm 2009 không thay đổi so với năm 2008. Kết quả định giá P/E 2009 của VITACO tương ứng sẽ là 17,42, EPS là 664,6. Do đó mức giá tương ứng sẽ là 11.577 VND. Tuy nhiên do năm nay doanh nghiệp sẽ thanh lý tàu Petrolimex 04 nên lợi nhuận sẽ có sự gia tăng đột biến và làm cho EPS của doanh nghiệp năm 2009 tăng cao hơn so với dự kiến. Khi đó P/E của doanh nghiệp sẽ thấp hơn mức dự báo 17,36. Và kết quả này có thể thay đổi tích cực hơn khi nền kinh tế thế giới phục hồi sớm hơn dự kiến.



Căn cứ trên tiềm năng và cơ hội của ngành trong thời gian tới: tốc độ tăng trưởng nhu cầu xăng dầu sẽ tăng trở lại ở mức 6%/năm sau khi nền kinh tế phục hồi, nguồn đơn hàng tương đối ổn định từ Công ty Kho cảng xăng dầu Hàng không miền Nam, Petrolimex và năng lực đội tàu viễn dương mạnh, chúng tôi cho rằng VITACO có tiềm năng trong dài hạn và có khả năng phục hồi mạnh trở lại khi nền kinh tế có tín hiệu phục hồi. Vì xăng dầu là đầu vào thiết yếu cho hoạt động sản xuất kinh doanh của nhiều lĩnh vực. Theo đó nhu cầu xăng dầu sẽ tăng trở lại sớm hơn so với sự phục hồi của nền kinh tế. Do đó nên cân nhắc lựa chọn VITACO cho danh mục đầu tư dài hạn trong năm nay vào thời điểm giá phù hợp.

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN TÓM TẮT

Các chỉ tiêu	2006	2007	% y-o-y	2008	% y-o-y
Tổng tài sản	1.087.470	1.741.280	60,12	3.415.408	96,14
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	365.624	301.145	-17,64	131.758	-56,25
Tiền và các khoản tương đương tiền	7.922	39.907	403,73	11.123	-72,13
Đầu tư ngắn hạn	174.385	90.238	-48,25	968	-98,93
Các khoản phải thu ngắn hạn	67.271	58.819	-12,56	58.636	-0,31
Hàng tồn kho	34.560	29.371	-15,02	54.463	85,43
Tài sản ngắn hạn khác	81.484	82.810	1,63	6.568	-92,07
Tài sản dài hạn và đầu tư dài hạn	721.846	1.440.135	99,51	3.283.650	128,01
Tài sản cố định	717.614	1.389.698	93,66	3.201.911	130,40
Đầu tư dài hạn	0	50.375		58.575	16,28
Xây dựng cơ bản dở dang	2.644,61	61,73	-97,67	23.164,43	37.425,59
Tài sản dài hạn khác	1.587	-		-	
Tổng nguồn vốn	1.087.470	1.741.280	60,12	3.415.408	96,14
Nợ phải trả	596.846	1.118.985	87,48	2.630.738	135,10
Nợ ngắn hạn	91.504	83.223	-9,05	265.655	219,21
Nợ dài hạn	505.342	1.035.763	104,96	2.365.082	128,34
Vốn chủ sở hữu	523.782	622.295	18,81	784.670	26,09

Nguồn: VITACO, Bloomberg

BẢNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2006	2007	% y-o-y	2008	% y-o-y
Doanh thu thuần	394.076,08	726.717,11	84,41	753.110,13	3,63
Giá vốn hàng bán	262902,76	524.332,74	99,44	607.962,31	15,95
Chi phí bán hàng	-	855,40	-	2.410,07	181,75
Chi phí quản lý doanh nghiệp	17.688,308	23.891,32	35,07	20.357,02	-14,79
Lợi tức gộp từ hoạt động SXKD	113.485,02	177.637,65	56,53	122.380,72	(31,11)
Thu từ hoạt động tài chính	13.490,72	8.827,01	(34,57)	120.825,85	1268,82
Chi phí từ hoạt động tài chính	41.067,79	80.102,23	95,05	197.331,67	146,35
Lợi tức từ hoạt động tài chính	(27.577,08)	(71.275,22)	158,46	(76.505,82)	7,34
Lợi tức bất thường	2.420,04	81.433,67	3.264,97	1.295,45	(98,41)
Tổng lợi nhuận trước thuế doanh nghiệp	88.327,99	187.796,10	112,61	47.170,34	(74,88)
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-	-	-	5.799	-
Tổng lợi nhuận sau thuế doanh nghiệp	88.327,99	187.796,10	112,61	41.370,91	(77,97)

Nguồn: VITACO, Bloomberg