

CÔNG TY CỔ PHẦN VẬN TẢI BIỂN VIỆT NAM (VOSCO)

DOANH NGHIỆP DẪN ĐẦU NGÀNH VẬN TẢI BIỂN

Giá kỳ vọng: **23.800 VND**

Khuyến nghị: **MUA**
THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	4.634	5.621
Vốn chủ sở hữu	1.441	1.469
Doanh thu thuần	2.005	2.620
Lợi nhuận sau thuế	53	127

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	-31%	35%
Tăng trưởng LNST	-82%	142%
Tăng trưởng Tài sản	5%	21%
Tăng trưởng Vốn CSH	0%	2%
Tăng trưởng EPS	-82%	142%
Lợi nhuận gộp biên	7%	14%
Lợi nhuận thuần biên	3%	5%
ROE	4%	9%
ROA	1%	2%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	376	907

THÔNG TIN CHUNG VỀ CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. Hoạt động kinh doanh chủ yếu của VOSCO là vận tải biển trong nước và quốc tế (chiếm 95% tổng doanh thu của Công ty) bao gồm vận tải hàng rời, sản phẩm dầu và hàng container. Trong 3 mảng vận tải trên, vận tải hàng rời là hoạt động mang lại phần lớn doanh thu cho Công ty (khoảng 65%), vận tải tàu dầu xếp ở vị trí thứ 2 với tỷ trọng khoảng 25%-30%, mảng vận tải container đang được Công ty tập trung để phát triển hài hòa cả 3 nhóm tàu.

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Năng lực vận tải lớn nhất Việt Nam. VOSCO là công ty lớn nhất tại Việt Nam xét về năng lực vận tải, đội tàu của VOSCO có tổng trọng tải gần 600.000 DWT, chiếm khoảng 20% tổng năng lực vận tải biển của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (Vinalines) và 10% của đội tàu cả nước.

Năng lực cạnh tranh quốc tế. VOSCO là một trong số rất ít các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam có khả năng hoạt động và cạnh tranh trên thị trường quốc tế. Công ty có khả năng tự quản lý và khai thác tàu, chủ động tìm kiếm khách hàng và thị trường đầu ra, hoạt động khai thác và vận hành tàu không bị phụ thuộc vào đối tác khác.

Đội tàu được định giá lại có giá trị lớn hơn so với giá trị sổ sách. Giá trị sổ sách đội tàu của VOSCO tính đến thời điểm 30/6/2010 khoảng 3.515 tỷ đồng. Theo đánh giá độc lập của một đơn vị bảo hiểm thì giá trị thị trường toàn bộ đội tàu của VOSCO lên tới 5.790 tỷ đồng. Nguyên nhân là do mức độ trượt giá của tàu đóng mới cũng như hoạt động kinh doanh thuận lợi trong những năm trước nên VOSCO đã áp dụng chính sách khấu hao nhanh. Kể từ năm 2008, Công ty áp dụng chính sách khấu hao đúng theo quy định của Bộ tài chính đối với tàu đã qua sử dụng và tàu đóng mới. Do vậy, ngoại trừ những tàu mới đầu tư trong năm 2009-2010, rất nhiều tàu có giá trị sổ sách nhỏ hơn so với giá trị thị trường.

Hoạt động thanh lý tàu đóng góp khoản lợi nhuận khoảng 105 tỷ đồng trong năm 2010. Năm 2010, VOSCO đã tiến hành thanh lý tàu hàng khô Cabot Orient với giá 0,8 triệu USD và bán 2 tàu dầu vỏ đơn Đại Hùng và Đại Long (doanh thu đạt tổng cộng 6,05 triệu USD) do 2 tàu này không còn thích hợp đối với hoạt động vận tải hàng dầu. Sau khi trừ khi các khoản chi phí, tổng lợi nhuận thu về từ việc bán 3 tàu trên là 105 tỷ đồng.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mặc dù ngành vận tải biển vẫn chưa hết khó khăn nhưng với vị thế của một công ty dẫn đầu ngành, chúng tôi rất lạc quan về triển vọng dài hạn của VOSCO khi thị trường vận tải biển khởi sắc trở lại. Đầu tư vào cổ phiếu VOSCO là đón đầu vào ngành đang trên đà hồi phục nên sẽ phù hợp cho mục tiêu nắm giữ lâu dài. Mức giá hợp lý để nắm giữ dài hạn chúng tôi khuyến nghị là **23.800 đồng/cổ phần**.

CÔNG TY CỔ PHẦN VẬN TẢI BIỂN VIỆT NAM

1. Sơ lược về Công ty.

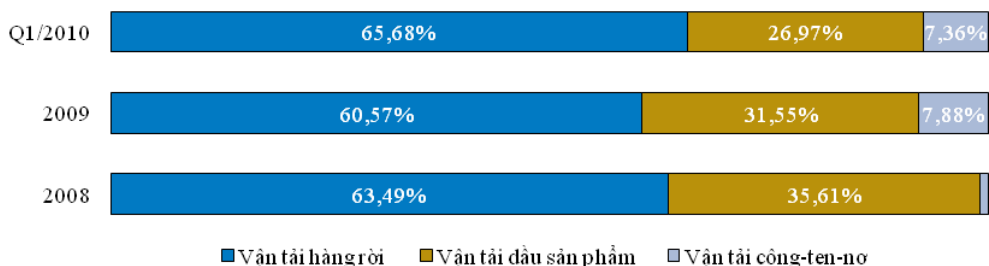
Công ty Vận tải biển Việt Nam (VOSCO), tiền thân của Công ty Cổ phần Vận tải biển Việt Nam được thành lập ngày 1/7/1970. Sau gần 40 năm hoạt động theo mô hình công ty 100% vốn nhà nước, ngày 01/01/2008, Công ty đã chính thức chuyển sang mô hình mới với tên gọi Công ty Cổ phần Vận tải biển Việt Nam. Hiện VOSCO là công ty lớn nhất tại Việt Nam về năng lực vận tải biển.

2. Hoạt động kinh doanh.

Lĩnh vực kinh doanh chính. Hoạt động kinh doanh chủ yếu của VOSCO là vận tải biển trong nước và quốc tế (chiếm 95% tổng doanh thu của Công ty) bao gồm vận tải hàng rời, sản phẩm dầu và hàng container. Các mảng hoạt động khác như: đại lý tàu biển, đại lý vận tải đa phương thức, cung ứng xuất khẩu thuyền viên, sửa chữa tàu biển, khai thác bãi container,... chỉ mang tính hỗ trợ và chiếm tỷ trọng chưa tới 5%.

Trong 3 lĩnh vực vận tải của VOSCO nói trên thì 2 mảng vận tải hàng rời và dầu sản phẩm đem lại nguồn thu khá ổn định. Công ty đang tập trung đầu tư thêm đội tàu container để phát triển hài hòa cả 3 nhóm tàu, do vậy tỷ trọng doanh thu và sản lượng của mảng này sẽ có xu hướng tăng nhanh trong thời gian tới.

Cơ cấu doanh thu vận tải biển



Nguồn: Vosco

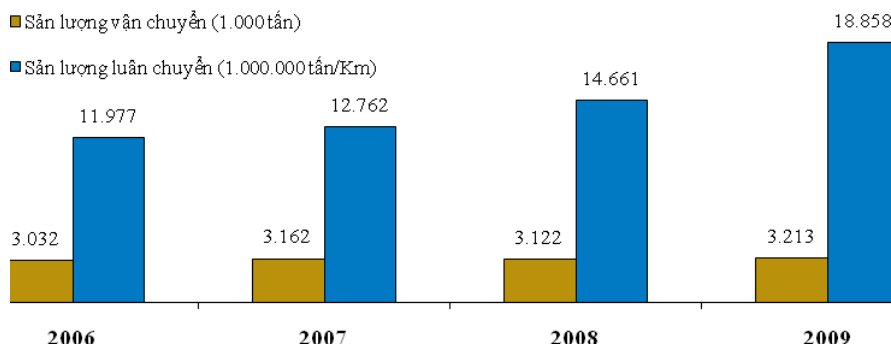
2.1.

Hoạt động vận tải hàng rời.

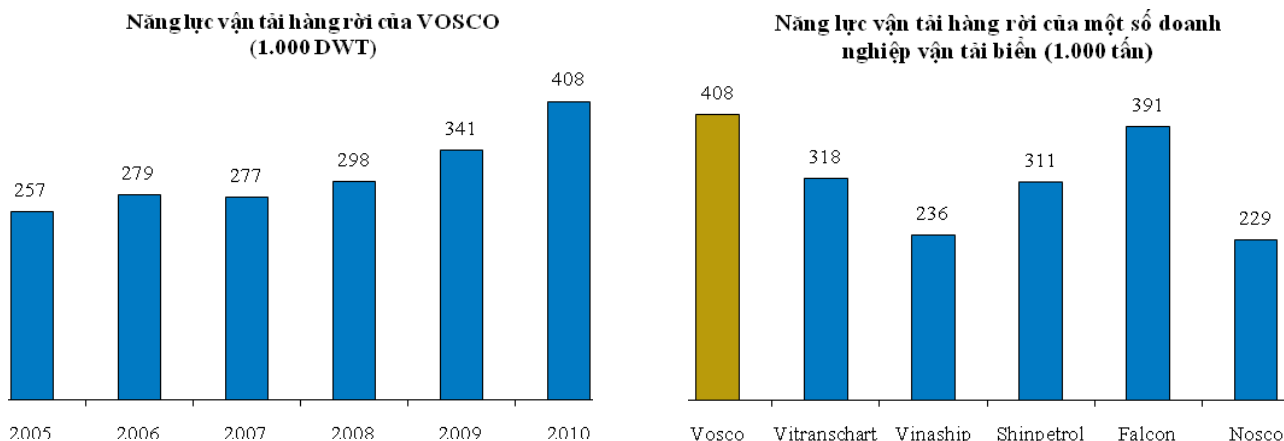
Vận tải hàng rời là hoạt động vận chuyển chính của VOSCO. Đây là hoạt động truyền thống, đồng thời cũng là hoạt động mang lại phần lớn doanh thu cho Công ty trong thời gian qua. Mặt hàng chuyên chở của Công ty bao gồm gạo, clinker, phân bón, các loại nông sản,... chủ yếu trên các tuyến quốc tế (Đông Á, Trung Đông, Châu Phi) và một phần chở hàng xuất nhập khẩu cho Việt Nam.

Sản lượng vận tải tăng trưởng ổn định qua các năm. Sản lượng vận chuyển (tấn) của VOSCO tăng nhẹ trong giai đoạn 2006-2009 với tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 2%/năm, tuy nhiên, sản lượng luân chuyển (tấn/km) đạt mức tăng 16,3%/năm. Điều này cho thấy hiệu suất khai thác của đội tàu hàng rời tăng khá mạnh trong cùng giai đoạn.

Sản lượng vận tải hàng rời của VOSCO



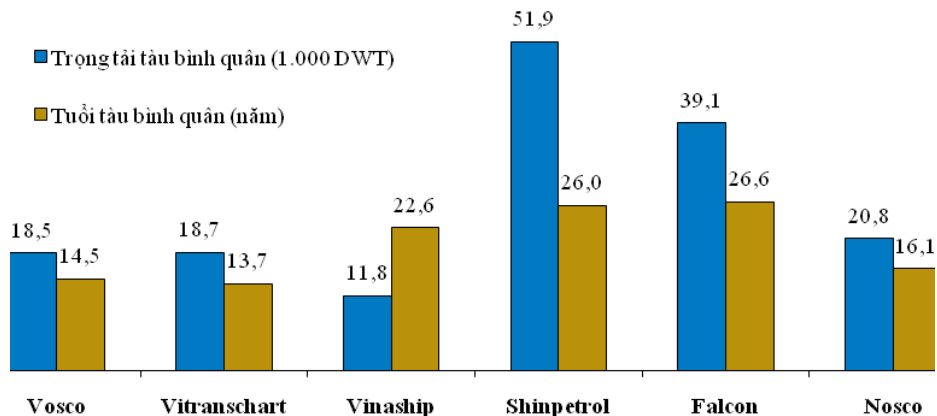
Năng lực vận tải hàng rời lớn nhất Việt Nam. VOSCO là công ty lớn nhất tại Việt Nam xét về năng lực vận tải hàng rời, đội tàu của Công ty hiện có 22 tàu với tổng trọng tải 407.950 DWT. Đội tàu vận tải hàng rời của VOSCO cũng đạt mức tăng trưởng khá nhanh, trung bình trong giai đoạn 2005-2010 đạt tốc độ 10%/năm.



Nguồn: BVSC tổng hợp

Đội tàu có độ tuổi trung bình tương đối trẻ so với các công ty cùng ngành. Xét về độ tuổi, VOSCO hiện đang sở hữu đội tàu tương đối trẻ so với các đơn vị lớn trong lĩnh vực vận tải hàng rời. Điều này sẽ giúp cho Công ty nâng cao năng lực cạnh tranh khi hoạt động trên các tuyến vận tải quốc tế.

Độ tuổi và trọng tải bình quân của một số công ty vận tải biển



Nguồn: BVSC tổng hợp

Công ty đang trong giai đoạn cơ cấu và trẻ hóa lại đội tàu. Thực hiện chiến lược trẻ hóa đội tàu, VOSCO sẽ tiến hành thanh lý những tàu cũ, cỡ nhỏ, hoạt động kém hiệu quả bằng những tàu mới, hiện đại, trọng tải lớn (35.000-75.000 tấn), nhằm đáp ứng yêu cầu ngày càng cao của khách hàng cũng như các quy định khắt khe về hoạt động vận tải biển. Việc đầu tư thêm các tàu chuyên dụng hoặc tàu cỡ lớn sẽ giúp Công ty hạ giá thành vận chuyển, do đó nâng cao khả năng cạnh tranh và mang lại hiệu quả cao hơn cho đội tàu.

Cụ thể là trong tháng 4/2010, Công ty đã đầu tư mua mới 1 tàu hàng rời VOSCO Sky (52.500 DWT); đồng thời nhận thêm 1 tàu đóng mới Blue Star (22.500 DWT, giao nhận trong tháng 7/2010), tổng giá trị đầu tư cho 2 tàu trên khoảng 45 triệu USD. Trong quý 2/2010, VOSCO cũng đã thanh lý tàu Cabot Orient (4.485 DWT) với giá 0,8 triệu USD.

Đội tàu hàng rời được định giá lại có giá trị lớn gấp hơn 2 lần giá trị sổ sách. Giá trị sổ sách đội tàu hàng rời của VOSCO tính đến thời điểm tháng 6/2010 còn khoảng 1.682 tỷ đồng. Theo đánh giá độc lập của một đơn vị bảo hiểm thì giá trị thực tế của đội tàu hàng rời lên tới 3.452 tỷ, nếu định giá lại toàn bộ đội tàu của VOSCO thì giá trị đội tàu sẽ là 5.790 tỷ đồng. Nguyên nhân là do mức độ trượt giá của tàu đóng mới cũng như hoạt động kinh doanh thuận lợi trong những năm trước nên VOSCO đã áp dụng chính sách khấu hao nhanh. Kể từ năm 2008, Công ty áp dụng chính sách khấu hao đúng theo quy định của Bộ tài chính đối với tàu đã qua sử dụng và tàu đóng mới. Do vậy, ngoại trừ những tàu mới đầu tư trong năm 2009-2010, rất nhiều tàu có giá trị sổ sách nhỏ hơn so với giá trị thị trường.

Giá trị đội tàu hàng rời của VOSCO (đơn vị: VND)			
Tên tàu	Nguyên giá	Giá trị còn lại tại ngày 30/6/2010	Giá trị bảo hiểm
Vĩnh Phước	97.027.843.251	1.655.630.764	75.728.000.000
Vĩnh Long	42.084.548.038	72.722.617	20.825.200.000
Morning Star	89.943.202.647	1.153.846.448	66.262.000.000
Polar Star	90.589.877.402	1.118.891.680	66.262.000.000
Golden Star	90.185.787.705	1.480.198.277	66.262.000.000
Sông Tiền	25.511.695.475	322.811.380	20.825.200.000
Sông Ngân	70.367.128.108	2.390.046.793	85.194.000.000
Ocean Star	154.893.235.928	7.703.183.086	189.320.000.000
Vĩnh Thuận	90.566.038.764	6.561.352.671	85.194.000.000
Vĩnh An	87.307.402.965	23.224.957.470	85.194.000.000
Vĩnh Hòa	37.874.070.234	-	37.864.000.000
Tiên Yên	36.484.679.140	-	53.009.600.000
Silver Star	120.946.519.509	11.313.146.648	189.320.000.000
Vĩnh Hưng	90.084.105.272	26.832.185.035	85.194.000.000
Vega Star	132.347.746.472	4.521.709.489	189.320.000.000
Diamond Star	255.838.573.048	22.060.304.005	227.184.000.000
Lan Hạ	166.302.425.135	69.213.085.938	179.854.000.000
Neptune Star	500.626.392.383	369.972.862.534	435.436.000.000
Vosco Star	371.708.475.881	314.748.262.073	423.130.200.000
Lucky Star	353.672.389.381	365.986.444.444	386.212.800.000
Vosco Sky	479.982.372.020	452.205.614.395	484.185.900.000
Tổng cộng	3.421.813.162.663	1.682.537.255.747	3.451.776.900.000

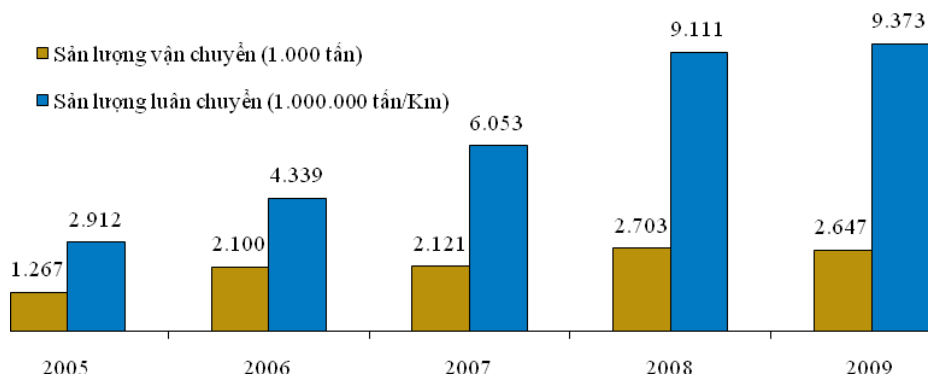
Năng lực cạnh tranh quốc tế. VOSCO là một trong số rất ít các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam có khả năng hoạt động và cạnh tranh trên thị trường quốc tế. Công ty có khả năng tự quản lý và khai thác tàu, chủ động tìm kiếm khách hàng và thị trường đầu ra, hoạt động khai thác và vận hành tàu không bị phụ thuộc vào đối tác khác.

2.2. Hoạt động vận tải dầu sản phẩm.

Vận chuyển dầu sản phẩm là lĩnh vực vận tải lớn thứ 2 tại VOSCO. Hiện mảng vận tải tàu dầu chiếm tỷ trọng khoảng 25%-30% doanh thu vận tải của VOSCO, Công ty đang dự định tăng tỷ trọng của mảng vận tải này bằng cách đầu tư thêm tàu chở dầu cỡ 50.000 DWT.

Sản lượng vận tải tăng trưởng nhanh. Sản lượng vận chuyển (tấn) của VOSCO trong giai đoạn 2005-2009 tăng trưởng trung bình khoảng 27,8%/năm, tương đương với tốc độ đầu tư đội tàu, tuy nhiên tốc độ tăng sản lượng luân chuyển (tấn/km) lên tới 47,7%/năm. Điều này cho thấy hiệu suất hoạt động của đội tàu chở dầu sản phẩm tăng lên rõ rệt thông qua chỉ tiêu sản lượng luân chuyển trên tấn trọng tải bình quân.

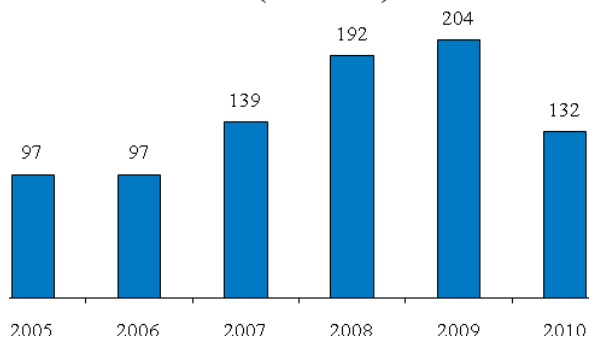
Sản lượng vận tải dầu sản phẩm của VOSCO



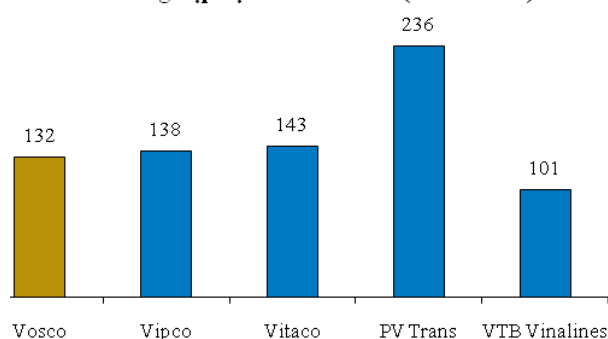
Nguồn: Vosco

Tốc độ đầu tư đội tàu lớn. Trung bình trong giai đoạn 2006-2009, đội tàu chở dầu của VOSCO tăng trưởng với tốc độ trung bình đạt khoảng 27,9%/năm và đặc biệt tăng nhanh kể từ năm 2007 với việc đưa thêm 2 tàu Đại Nam và Đại Minh vào khai thác. Năm 2010, VOSCO đã thanh lý 2 tàu vỏ đơn Đại Hùng & Đại Long do không còn được phép hoạt động trên các tuyến quốc tế khiến cho năng lực vận tải của Công ty giảm đột ngột. Tuy nhiên, quy mô đội tàu có thể sẽ được bù đắp lại với việc VOSCO dự định mua thêm 1 tàu chở dầu vào quý 4/2010.

Năng lực vận tải dầu sản phẩm của VOSCO (1.000 DWT)



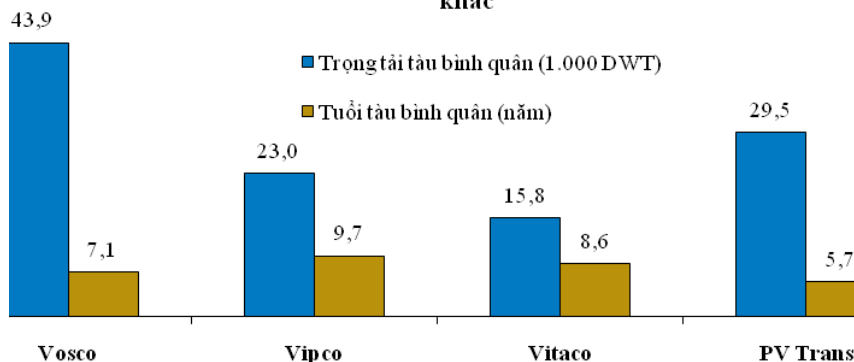
Năng lực vận chuyển dầu sản phẩm của một số doanh nghiệp vận tải biển 2010 (1.000 DWT)



Nguồn: VOSCO, BVSC tổng hợp

Chất lượng đội tàu tốt. Đội tàu chở dầu của VOSCO hiện gồm 3 tàu và đều là tàu vỏ đôi, độ tuổi của những tàu này đều tương đối trẻ do được Công ty mới đầu tư. Trọng tải bình quân các tàu của VOSCO dao động từ 40.000-50.000 DWT, cao hơn rất nhiều so với trung bình ngành và nhóm các công ty dẫn đầu. Cỡ tàu từ 40.000-50.000 DWT cũng là cỡ tàu chở dầu phổ biến trên thế giới.

Chất lượng đội tàu chở dầu sản phẩm của VOSCO so với một số đơn vị khác



Nguồn: BVSC tổng hợp

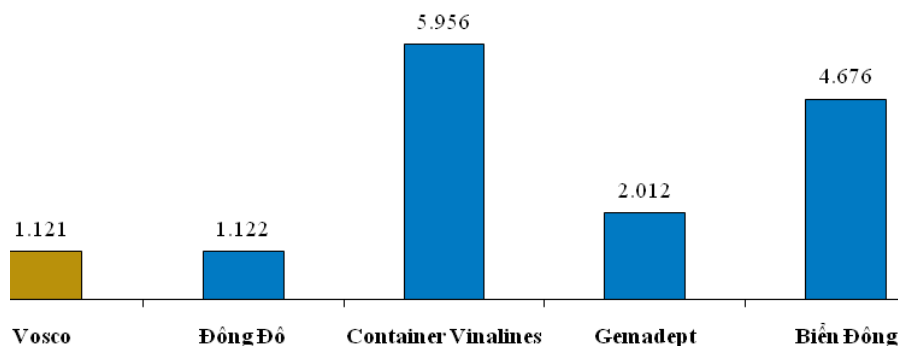
Điểm mạnh của VOSCO so với các đơn vị vận tải khác là khả năng tự khai thác nguồn hàng. Khác với hầu hết các công ty vận tải xăng dầu Việt Nam chủ trọng khai thác tuyến nội địa, nếu khai thác tuyến quốc tế thì hoặc là cho thuê định hạn, hoặc là có sự hỗ trợ tương đối mạnh từ các đơn vị chủ quản (như VIPCO, VITACO có tới 70%-80% doanh thu vận tải đến từ công ty mẹ Petrolimex, PV TRANS cũng có sự hỗ trợ của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam). Phương thức hoạt động của VOSCO là phát huy lợi thế và những kinh nghiệm sẵn có để tự tìm kiếm nguồn hàng, qua đó nâng cao khả năng tự chủ của Công ty trong môi trường cạnh tranh ngày càng khốc liệt.

2.3. Hoạt động vận tải container.

VOSCO đang chú trọng đẩy mạnh mảng vận tải container. Hiện vận tải đường biển bằng container đang là xu hướng chủ yếu trên thế giới nên Công ty rất chú trọng vào mảng này. Sau bước khởi đầu thành công trên một số tuyến container nội địa, VOSCO đã tạo dựng được uy tín và hình ảnh tốt đẹp đối với khách hàng trên tuyến Bắc - Nam. Mới đây, VOSCO đã lần đầu tiên vươn ra thị trường quốc tế thông qua việc mở tuyến vận tải container Hải Phòng - HCM - Laemchabang - Bangkok, Công ty sẽ từng bước đầu tư thêm đội tàu container có trọng tải trên 1.000 TEU hoặc lớn hơn để đẩy mạnh hoạt động sang khu vực Đông Nam Á và châu Á.

Quy mô đội tàu container còn nhỏ bé. Đội tàu container của VOSCO hiện chỉ gồm 2 tàu với tổng sức chở 1.120 TEU, tương đương trọng tải 17.452 DWT. Đây là những tàu có trọng tải nhỏ nên phù hợp với tuyến khai thác trong nước, thời gian tới nếu Công ty muốn mở rộng thêm các tuyến quốc tế thì sẽ phải đầu tư thêm khá nhiều cho đội tàu.

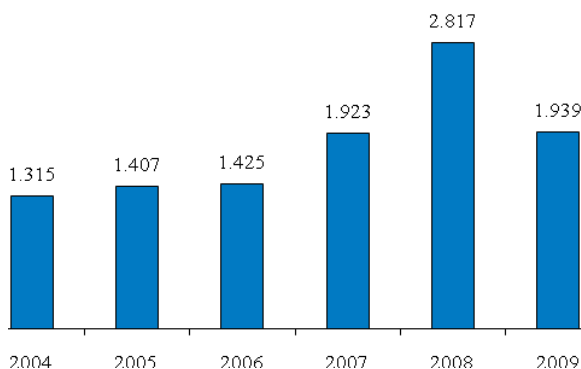
Năng lực vận tải container của một số doanh nghiệp vận tải biển (TEU)



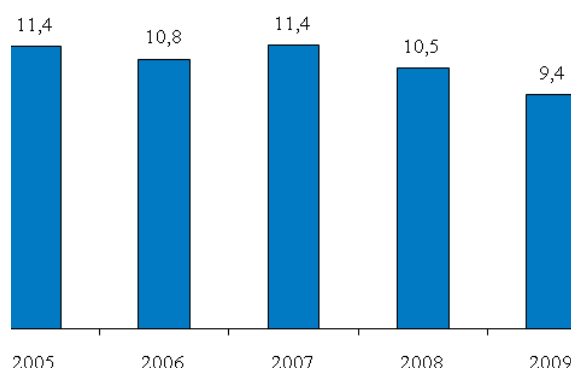
3. Hiệu quả hoạt động của VOSCO.

Doanh thu tăng trưởng nhanh, đội tàu khai thác đạt hiệu suất cao. Doanh thu của VOSCO đặc biệt tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2004-2008 (trung bình đạt 21,4%/năm) nhờ thị trường thuận lợi, giá cước tăng. Tuy nhiên, doanh thu 2009 giảm đáng kể so với năm 2008 do thị trường vận tải biển đi vào suy thoái làm cho giá cước giảm mạnh. Trong tình hình khó khăn đó, VOSCO vẫn duy trì được hiệu suất khai thác đội tàu rất tốt, sản lượng vận tải vẫn duy trì ở mức gần như đi ngang.

Doanh thu thuần của VOSCO (tỷ đồng)

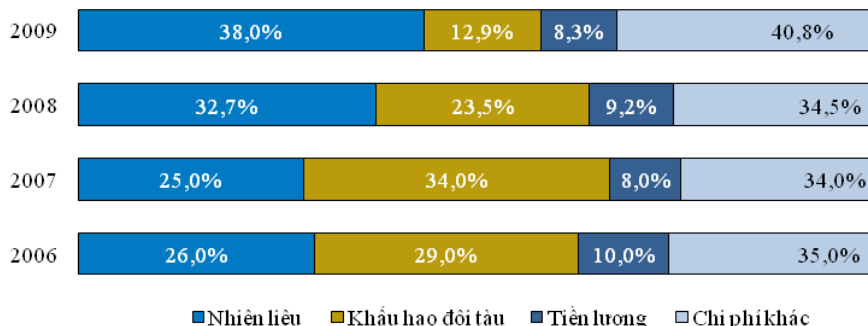


Sản lượng trên mỗi đơn vị vận tải (tấn/DWT)



Cơ cấu chi phí hoạt động vận tải. Chi phí nhiên liệu chiếm tỷ trọng cao nhất trong hoạt động vận tải biển của VOSCO (trung bình khoảng 35%), tiếp đến là chi phí khấu hao (chiếm tỷ trọng khoảng 20%). Khi còn là doanh nghiệp Nhà nước, Công ty áp dụng chính sách trích khấu hao nhanh với thời gian trích khấu hao trung bình khoảng 3,5 năm. Tuy nhiên, từ năm 2008 công ty bắt đầu áp dụng chính sách khấu hao bình thường theo quy định của Nhà nước để đảm bảo hài hòa quyền lợi của các cổ đông với khung thời gian từ 7-15 năm, chi phí khấu hao do vậy giảm từ 34% năm 2007 xuống 23,5% trong năm 2008. Trong năm 2009, chi phí khấu hao của VOSCO giảm xuống 13% là do Công ty được phép thay đổi chính sách khấu hao theo quy định của Bộ tài chính nên làm cho chi phí khấu hao giảm.

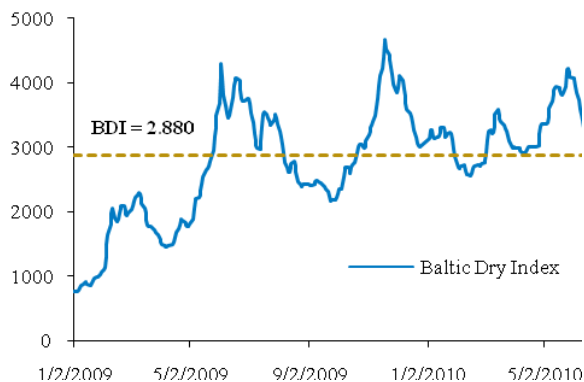
Cơ cấu chi phí hoạt động vận tải



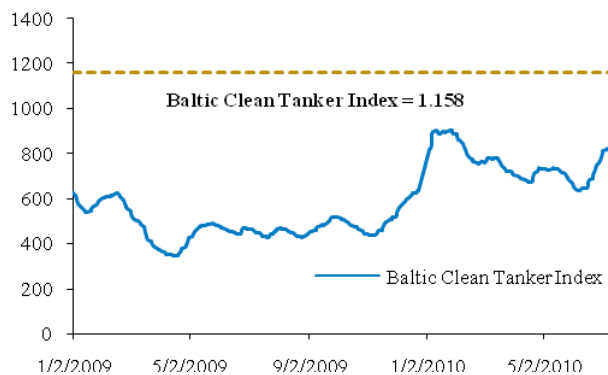
Nguồn: VOSCO

Điểm hòa vốn. Chúng tôi tiến hành phân tích điểm hòa vốn đối với hoạt động vận tải biển của VOSCO và xác định được điểm hòa vốn đối với mảng vận tải hàng rời tương đương với chỉ số Baltic Dry Index vào khoảng **2.880 điểm**, đối với hoạt động vận chuyển dầu sản phẩm sẽ là **1.158 điểm** của chỉ số Baltic Clean Tanker Index. Phân tích diễn biến của 2 chỉ số này cho thấy, giá cước hàng rời hiện đang dao động ở gần điểm hòa vốn, trong khi đó giá cước hàng dầu kể từ sau suy thoái vẫn chưa có được sự hồi phục đáng kể nào và đang ở mức khá thấp dưới điểm hòa vốn của Công ty.

Điểm hòa vốn hoạt động vận tải hàng rời



Điểm hòa vốn hoạt động vận tải dầu sản phẩm



Rủi ro tỷ giá. Một trong những rủi ro lớn đối với hoạt động của các doanh nghiệp vận tải biển là vấn đề về rủi ro về tỷ giá do những khoản vay nợ để đầu tư đội tàu mang lại. Tại thời điểm đầu năm 2010, số dư nợ ngoại tệ bằng USD của VOSCO là 89.808.000 USD, tỷ giá USD bình quân liên ngân hàng tại thời điểm này là 1 USD = 17.941 VND, thời điểm 1/4/2010 Công ty nhận thêm 22.500.000 USD với mức tỷ giá bình quân là 18.544 VND, tỷ giá ở thời điểm hiện tại đã lên tới 1 USD = 18.932 VND. Giả định tỷ giá này được giữ nguyên tới hết năm 2010 thì VOSCO sẽ phải chịu thêm một khoản lỗ tỷ giá sẽ vào khoảng 97,7 tỷ đồng. Nếu kết quả kinh doanh không thuận lợi, Công ty có thể thực hiện phân bổ khoản lỗ này trong vòng 5 năm tương tự như năm 2009, tuy vậy điều này cũng ảnh hưởng đáng kể tới kết quả kinh doanh của VOSCO.

Hoạt động thanh lý tàu đóng góp khoản lợi nhuận khoảng 105 tỷ đồng trong năm 2010. Năm 2010, VOSCO đã bán 2 tàu vỏ đơn Đại Hùng và Đại Long (doanh thu đạt tổng cộng 6,05 triệu USD) do 2 tàu này không còn thích hợp đối với hoạt động vận tải hàng dầu. Bên cạnh đó, Công ty cũng tiến hành thanh lý tàu hàng khô Cabot Orient với giá 0,8 triệu USD. Sau khi trừ khi các khoản chi phí, tổng lợi nhuận thu về từ việc bán 3 tàu là 105 tỷ đồng.

4. Đánh giá triển vọng 2010.

Năm 2010 được xem vẫn còn là năm có nhiều khó khăn đối với ngành vận tải biển, tuy nhiên với kinh nghiệm của mình, VOSCO vẫn có thể đạt được kết quả kinh doanh khả quan.

- ☐ *Thứ nhất*, giá cước vận tải bao gồm cả tàu hàng rời và tàu dầu sản phẩm vẫn đang ở mức thấp, đồng thời bức tranh về ngành vận tải biển trong năm 2010 cũng không mấy lạc quan, chỉ số BDI trong quý 3/2010 đã giảm khá mạnh về mức trung bình khoảng 2.100. Tuy nhiên, sự kỳ vọng cao hơn nhiều khả năng sẽ xảy ra trong quý 4/2010 với việc chỉ số Baltic Dry Index đang trên đà hồi phục.
- ☐ *Thứ hai*, rủi ro về tỷ giá vẫn tiếp tục là nỗi lo thường trực đối với hoạt động kinh doanh của VOSCO, tính riêng năm 2010 chênh lệch tỷ giá đã tạo ra một khoản lỗ lên tới 97,7 tỷ đồng.
- ☐ Lợi nhuận sau thuế 2010 dự kiến đạt 127 tỉ đồng, sau khi trích các quỹ theo quy định của Nhà nước, cổ tức tối thiểu là 7,5%.

Kết quả kinh doanh dự báo 2010		
Chỉ số		Đơn vị: tỷ đồng
Doanh thu thuần		2.620
- rời	Vận tải hàng	1.547
- sản phẩm	Vận tải dầu	760
- container	Vận tải	196
Doanh thu bán tàu		130
Lợi nhuận sau thuế		127

5. Định giá cổ phiếu.

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp để thực hiện việc định giá đối với cổ phiếu của VOSCO:

Phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Một số giả định chính được sử dụng trong mô hình định giá:

Sản lượng. Dự báo tăng trưởng sản lượng được dựa trên cơ sở đánh giá tính khả thi của kế hoạch đầu tư đội tàu trong năm 2010 và các năm tiếp theo, mức độ phục hồi của kinh tế thế giới và hiệu quả hoạt động đội tàu của VOSCO.

Các chi phí hoạt động.

- ☐ **Chi phí khấu hao.** Chi phí khấu hao được tính trên đội tàu hiện tại và kế hoạch đầu tư đội tàu trong thời gian tới của VOSCO. Những tàu mới sẽ được trích khấu hao theo khung 15 năm theo chính sách khấu hao mới của Công ty.
- ☐ **Chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá.** Chi phí lãi vay được xác định căn cứ trên các hợp đồng vay nợ hiện tại và nhu cầu vốn để tài trợ cho hoạt động đầu tư đội tàu. Khoản lỗ tỷ giá do đánh giá lại hàng năm được tính theo số dự nợ ngoại tệ tại thời điểm

cuối năm nhân với tốc độ trượt giá của đồng USD chúng tôi ước tính thận trọng vào khoảng 1,5%/năm. Tỷ giá dùng để đánh giá cho năm 2010 là tỷ giá USD bình quân liên ngân hàng ở hiện tại: 1 USD = 18.932 VND.

- ☐ Chi phí nhiên liệu được tính theo nguồn dự báo giá dầu của BMI và một số tổ chức khác. Một số chi phí khác như chi phí nhân công, bảo hiểm tàu, chi phí sửa chữa, bảo dưỡng, cảng phí được tính theo tốc độ đầu tư đội tàu, có tính tới yếu tố trượt giá.

Phương pháp so sánh P/E.

Chúng tôi sử dụng dữ liệu của một số doanh nghiệp kinh doanh vận tải biển tại thị trường Châu Á để tiến hành định giá cổ phiếu của VOSCO theo phương pháp so sánh ngang. Chỉ số P/E bình quân dự báo cho năm 2010 của các doanh nghiệp này ở mức 28,75 lần.

Tổng hợp kết quả định giá			
Phương pháp định giá	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFE	19.871	33,3%	6.600
FCFF	25.441	33,3%	8.500
P/E	26.084	33,3%	8.700
Giá bình quân			23.800

KẾT LUẬN

Trên cơ sở kết hợp 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh ngang, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu VOSCO ở mức **23.800 đồng/cổ phần**. Mức giá này được tính toán trên các giả định khá thận trọng và chặt chẽ nhưng cũng đã phản ánh được hết tiềm năng của doanh nghiệp.

6. Khuyến nghị đầu tư.

Mặc dù ngành vận tải biển vẫn chưa hết khó khăn nhưng với vị thế của một công ty dẫn đầu ngành, chúng tôi rất lạc quan về triển vọng dài hạn của VOSCO khi thị trường vận tải biển khởi sắc trở lại. Đầu tư vào cổ phiếu VOSCO là đón đầu vào ngành đang trên đà hồi phục nên sẽ phù hợp cho mục tiêu nắm giữ lâu dài. Mức giá hợp lý để nắm giữ dài hạn chúng tôi khuyến nghị là **23.800 đồng/cổ phần**.

PHỤ LỤC: TÓM TẮT MỘT SỐ THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CỔ PHIẾU VOSCO

KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC			
Lịch sử	Ngày cập nhật	Giá kỳ vọng	Khuyến nghị
Q3/2010	06/09/2010	23.800	Mua

BÁO CÁO TÀI CHÍNH				
Đơn vị (tỷ VND)	2008	2009	2010F	2011F
Kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	2.817	1.939	2.620	3.164
Giá vốn	2.292	1.809	2.265	2.754
Lợi nhuận gộp	524	130	356	410
Doanh thu tài chính	57	95	29	34
Chi phí tài chính	197	104	201	243
Lợi nhuận sau thuế	289	53	127	132
Bảng cân đối kế toán				
Tài sản ngắn hạn	341	452	749	654
Tiền & khoản tương đương tiền	120	175	282	290
Các khoản đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
Các khoản phải thu ngắn hạn	92	109	204	169
Hàng tồn kho	103	142	204	166
Tài sản ngắn hạn khác	27	26	59	30
Tài sản dài hạn	4.076	4.182	4.871	5.099
Tài sản cố định hữu hình	3.933	3.975	4.611	4.916
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
Các khoản đầu tư TC dài hạn	117	77	124	150
Tài sản dài hạn khác	26	130	137	34
Tổng tài sản	4.418	4.634	5.621	5.754
Nợ phải trả	2.957	3.180	4.110	4.215
Nợ ngắn hạn	820	790	946	989
Nợ dài hạn	2.137	2.390	3.164	3.227
Vốn chủ sở hữu	1.442	1.441	1.469	1.488
Vốn đầu tư chủ sở hữu	1.400	1.400	1.400	1.400
Nguồn kinh phí và quỹ khác	18	14	41	50
Tổng nguồn vốn	4.418	4.634	5.621	5.754

THÔNG TIN SỞ HỮU			
<div> <div></div> Nhà nước <div></div> Nước ngoài <div></div> Sở hữu khác </div>			
Cổ đông lớn	Số lượng CP	% Sở hữu	Cập nhật
Tổng Công ty Hàng hải Việt Nam	84.000.000	60%	26/8/2010
Tập đoàn Bảo Việt	4.000.000	2,86%	26/8/2010
Tổng Công ty Lương thực miền Nam	2.900.000	2,07%	26/8/2010

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH				
Chỉ tiêu	2008	2009	2010F	2011F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	46%	-31%	35%	21%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	305%	-82%	142%	4%
Tăng trưởng EPS (%)	305%	-82%	142%	4%
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	13%	5%	21%	2%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu (%)	2%	0%	2%	1%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	19%	7%	14%	13%
Lợi nhuận thuần biên (%)	10%	3%	5%	4%
ROA (%)	7%	1%	2%	2%
ROE (%)	20%	4%	9%	9%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	52%	57%	49%	59%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	160%	182%	186%	228%
Chỉ tiêu khả năng thanh toán				
Chỉ số thanh toán hiện hành (%)	42%	57%	79%	66%
Chỉ số thanh toán nhanh (%)	29%	39%	58%	49%
Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động				
Vòng quay hàng tồn kho (vòng)	21,5	14,8	13,1	14,9
Vòng quay khoản phải trả (vòng)	1,0	0,6	0,7	0,8
Vòng quay khoảng phải thu (vòng)	8,3	19,3	16,7	17,0
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.065	376	907	939
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	10.301	10.290	10.491	10.632
Chỉ tiêu định giá cổ phiếu				
P/E (lần)	-	-	-	-
P/B (lần)	-	-	-	-



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

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

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

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3 928 8080 Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh: 6 Lê Thánh Tôn, quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3 914 6888 Fax: (848) 3 914 7999

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Thị Lâm Anh (04) 3.928.8080 ext: 622 anhntl@bvsc.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương (04) 3.928.8080 ext: 512 luonglv@bvsc.com.vn