



Tháng 11/2009

Phòng Phân Tích

Ngành Vận tải biển – 2770

Ngày phát hành 06/11/2009

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

Công ty cổ phần Vận tải xăng dầu VIPCO

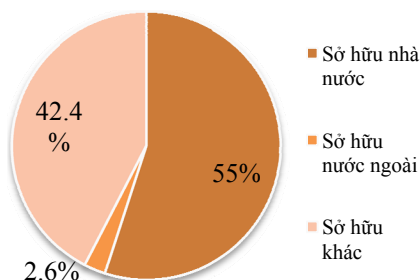
DIỄN BIẾN GIÁ GIAO DỊCH



THÔNG TIN CỔ PHẦN

Mã giao dịch	VIP
Sàn giao dịch	HOSE
Giá thấp nhất 52 tuần	7,360
Giá cao nhất 52 tuần	34,400
Giá trị vốn hóa (tỷ VNĐ)	1,537
Lượng cổ phiếu lưu hành	59,807,785
KLGD trung bình 10 ngày	1,366,649
Cổ tức năm gần nhất	1,200(12%)

THÔNG TIN SỞ HỮU



NHỮNG ĐIỂM LƯU Ý

- **9 tháng năm 2009** tổng doanh thu đạt 892,292 tỷ đồng, đạt 86,6% kế hoạch cả năm 2009. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế của VIP ước đạt: 91 tỷ đồng bằng 102,8% kế hoạch năm 2009 và bằng 120,4% thực hiện cả năm 2008.
- **Nâng tải trọng của đội tàu từ 111.418 DWT lên 176.111 DWT.** Tháng 4 năm 2009, VIPCO đã đầu tư thêm tàu Petrolimex 15 (17.961 DWT) cho Petrolimex thuê định hạn và Petrolimex 16 (46.732 DWT) cho Công ty SK Shipping thuê định hạn. Giá tàu biển giảm mạnh từ cuối năm 2008 đến đầu năm 2009 đã tạo thuận lợi cho kế hoạch mua tàu của công ty (**Vipco ước tính đã tiết kiệm được 20 triệu USD nhờ đầu tư đúng thời điểm**).
- **VIPCO tiếp tục xây dựng hai tòa nhà tháp đôi văn phòng.** Vipco đang xây tòa nhà thương mại 17 tầng tại 43 Quang Trung (dự kiến hoàn thành trong năm 2009) và tòa nhà VIPCO-tower 25 tầng tại 37 Phan Bội Châu (dự kiến hoàn thành năm 2011). Trong tương lai, hoạt động cho thuê văn phòng được tập đoàn Jones Lang LaSalle tư vấn quản lý bài bản có thể đem lại lợi nhuận ổn định hàng năm cho Vipco (**5-10 tỷ đồng từ năm 2010 và trên 20 tỷ đồng từ năm 2012**).
- **Khu đô thị Anh Dũng VII – 171.980 m2 – “Dự trữ lợi nhuận”.** Vipco không chịu sức ép lợi nhuận trong năm 2009, do vậy sẽ hoàn thiện hạ tầng khu đô thị Anh Dũng VII thay vì bán đất. Giá thị trường khu vực này là khoảng 6 triệu đồng/m2 đất, trong khi chi phí của công ty là khoảng 1,5 triệu đồng/m2. Nếu chuyển nhượng ngay toàn bộ phần còn lại dự án vào thời điểm hiện tại **sẽ không thấp hơn 200 tỷ đồng (tương đương với 3 lần lợi nhuận cả năm 2008)**.
- **Dự án cụm cảng Container - Hóa dầu Đình Vũ Vipco** sau khi hoàn thành sẽ là một trong số cụm cảng có quy mô lớn nhất tại miền Bắc với tổng diện tích khoảng 380.000 m2 tại. Hiện đã có 2 đối tác Nước ngoài đề nghị được hợp tác đầu tư khai thác cảng Vipco. Nếu đánh giá lại giá trị cảng Đình Vũ trước khi lập liên doanh, Vipco sẽ rất có lợi giống như trường hợp của GMD với cảng Cái Mép.

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F
Tổng tài sản	723	690	1,554	1,447	2,257	2,300
Vốn chủ sở hữu	230	351	454	778	802	902
Doanh thu thuần	6,704	8,426	10,508	12,502	10,601	11,719
Lợi nhuận sau thuế	25.9	72.4	149.7	74.9	130.1	134.6
ROA	3.58%	10.49%	9.63%	5.18%	5.76%	5.85%
ROE	7.21%	15.90%	19.20%	9.49%	16.22%	14.93%
P/E (giá ngày 04/11/2009)	38.42	13.72	11.31	22.59	11.23	10.85
P/B (giá ngày 04/11/2009)	4.31	2.83	3.73	2.18	1.83	1.62

Nguồn: BCTC Vipco và Dự báo của BSC

Phạm Xuân Anh, Phụ trách nhóm ngành

Tel: +84 4 2220 6832

Email: pxuananh@bsc.com.vn

Trần Thăng Long, Phụ trách ngành Vận tải biển

Tel: +84 4 2220 6832

Email: longtt@bsc.com.vn

I. GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Tên công ty	- Tên công ty: Công ty cổ phần Vận tải xăng dầu VIPCO - Tên giao dịch: Công ty cổ phần Vận tải xăng dầu - VIPCO - Tên viết tắt: VIPCO
Thông tin cơ bản	- Địa chỉ: Tầng 3 - Trung tâm Thương mại SHOLEGA Số 275 Lạch Tray, quận Hải An, TP. Hải Phòng - Tel: 84-(31) 383 86 80 - Fax: 84-(31) 383 80 83 - Website: http://www.vipco.com.vn
Ngành nghề kinh doanh chính	• Vận tải ven biển và viễn dương • Dịch vụ hàng hải, đại lý tàu biển, kiểm đếm hàng hoá, vệ sinh tàu biển, đại lý vận tải đường biển, cung ứng tàu biển, môi giới tàu biển, lai dắt tàu biển và bốc dỡ hàng hoá tại cảng biển, khai thuê hải quan • Kinh doanh khai thác cầu cảng • Kinh doanh xăng dầu, gas hoá lỏng, các sản phẩm hoá dầu và các thiết bị sử dụng gas hoá lỏng • Dịch vụ xuất nhập khẩu hàng hoá • Kinh doanh vật tư, thiết bị, phụ tùng • Kinh doanh dịch vụ giao nhận hàng hoá xuất nhập khẩu • Kinh doanh bất động sản (nhà cửa, kho tàng) và vật liệu xây dựng • Hoạt động kho bãi và dịch vụ kho ngoại quan, cho thuê thuyền viên • Xây dựng công trình: dân dụng, công nghiệp, giao thông, kỹ thuật hạ tầng khu đô thị, khu công nghiệp, khu chế xuất, khu công nghệ cao • Cho thuê nhà, văn phòng.
Lịch sử hình thành	• Giai đoạn từ 1980 - 1987: Giai đoạn đầu trong việc phát triển đội tàu biển và sông đáp ứng đủ nhu cầu vận chuyển xăng dầu cho nền kinh tế quốc dân. • Giai đoạn từ 1988 - 1994: Giai đoạn sắp xếp lại tổ chức và tổ chức sản xuất theo hướng công nghiệp hóa, hiện đại hóa; thanh lý các phương tiện già cỗi, kém hiệu quả; mở thêm hoạt động kinh doanh xăng dầu trên đất liền và trên biển. • Giai đoạn từ 1995 - 2000: Giai đoạn phục hồi và phát triển, mở rộng thêm ngành nghề kinh doanh, đại lý tàu biển và môi giới hàng hải; đầu tư mua tàu trọng tải lớn, có tính hiệu quả kinh tế cao, nâng tổng số tấn trọng tải lên 46.340 DWT, tạo thế và lực chuẩn bị bước vào thế kỷ 21. • Giai đoạn từ 2001 - 2005: Giai đoạn hội nhập và phát triển. • Đầu tư mua tàu hiện đại vỏ kép tự động hóa cao, phù hợp lâu dài với các công ước Quốc tế, tính hiệu quả cao, nâng tổng số tấn trọng tải lên 80.000 DWT; mở rộng thêm hình thức đầu tư kinh doanh bất động sản, xây dựng dự án đầu tư cảng hóa dầu, container và dự án tàu mớn nông vỏ kép hiện đại, chuẩn bị cho tiến trình hội nhập khu vực và Quốc tế. • Ngày 09/10/2006 Tổng công ty Xăng dầu Việt Nam và CTCP Vận tải xăng dầu VIPCO đã chính thức tiến hành bàn giao tài sản. Nguồn vốn, Tổ chức bộ máy, Lao động và Điều hành quản lý từ Doanh nghiệp Nhà nước Công ty Vận tải xăng dầu đường thủy I cho CTCP Vận tải xăng dầu VIPCO.

	Tên công ty	Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	Tỷ lệ nắm giữ
Danh sách công ty con công ty liên kết	Công ty TNHH MTV BĐS VIPCO	30	100%
	Công ty TNHH MTV VIPCO Hạ Long	25	100%
	Công ty TNHH MTV VIPCO Hải Phòng	20	100%
	Công ty TNHH MTV VIPCO Thuyền viên	5	100%
	Công ty TNHH Thương mại VIPCO	100	100%
	Công ty liên kết		
	CTCP Vận tải Hóa dầu VP	50	35%

Cổ đông sáng lập

STT	Tên cổ đông sáng lập	Số cổ phiếu	Tỷ lệ sở hữu
01	Tổng Công ty Xăng dầu Việt Nam	30,503,304	51%

Cổ đông lớn

TT	Tên cổ đông	Số cổ phiếu	Tỷ lệ Sở hữu
01	Tổng Công ty Xăng dầu Việt Nam	30,503,304	51%
02	CTCP Bảo hiểm Petrolimex	3,461,319	6%
03	KITMC Worldwide Vietnam RSP	2,941,090	5%

Cơ cấu cổ đông

	Nội dung	Số cổ phiếu	Tỷ lệ (%)
	Nhà nước	30,503,304	51%
	Tổ chức	12,842,376	21%
	+ Trong nước	7,419,493	12%
	+ Nước ngoài	5,422,883	9%
	Cá nhân	16,462,105	28%
	+ Trong nước	16,252,890	27%
	+ Nước ngoài	209,215	0.3%

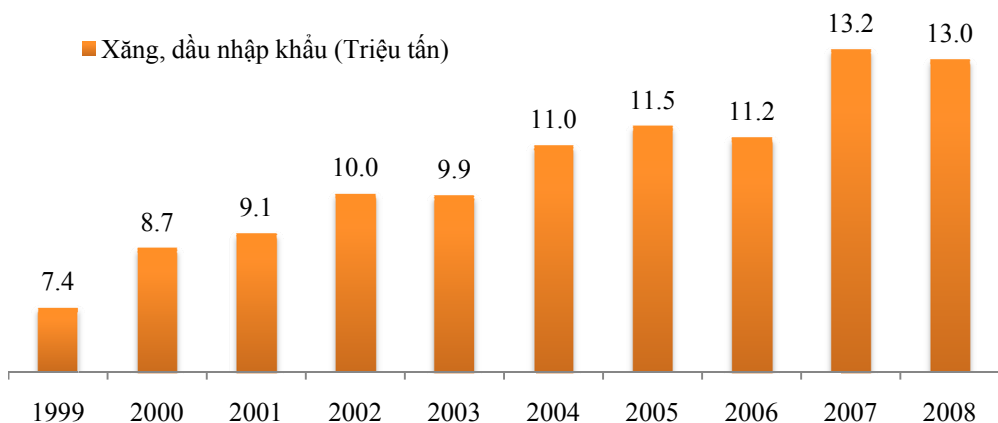
Một số chỉ tiêu chính

Chỉ tiêu	Vipco	Vitaco	PVT
Tổng tài sản	2,257,296,098,000	3,287,275,337,000	5,731,777,924,000
Vốn chủ sở hữu	802,655,020,000	764,350,669,000	1,473,096,119,000
Doanh thu	1,250,153,113,000	70,648,634,000	1,206,055,489,000
Lợi nhuận sau thuế	74,926,792,000	35,992,648,000	69,122,675,000
EPS	1,277	604	468
Tỷ lệ chi trả cổ tức	12%	14%	2%
Giá trị sổ sách	13,681	12,825	9,980

II. TỔNG QUAN NGÀNH VẬN TẢI XĂNG DẦU

Đến năm 2008, Việt Nam chưa lọc được xăng dầu thành phẩm, do vậy phải nhập khẩu 100% lượng xăng dầu tiêu thụ trong nước. Tốc độ tăng trưởng của lượng xăng dầu nhập khẩu trong giai đoạn 10 năm từ 1998 đến 2008 là 6,58% thấp hơn một chút so với tốc độ tăng trưởng kinh tế cùng thời kỳ là 7,19%.

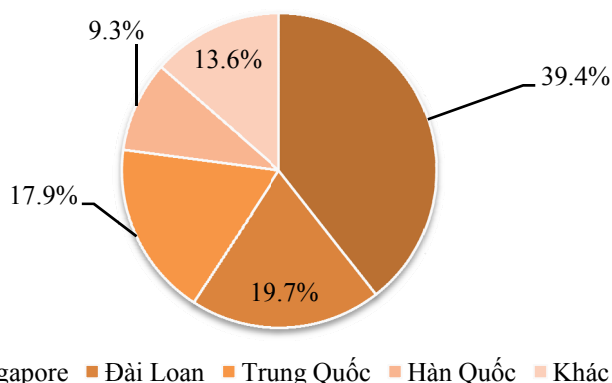
Biểu đồ 1: lượng xăng dầu nhập khẩu về Việt Nam giai đoạn 1998-2008



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Việt Nam gần như phải nhập khẩu toàn bộ lượng xăng dầu tiêu thụ trong nước (bao gồm Diesel, xăng, dầu mazut, dầu hỏa, nhiên liệu máy bay). Việt Nam chủ yếu mua xăng dầu từ các quốc gia châu Á như Singapore, Đài loan, Trung Quốc, Hàn Quốc, Thái Lan và Nga.

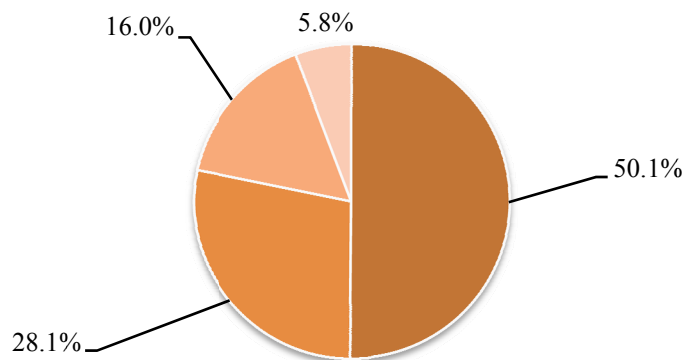
Biểu đồ 2: Cơ cấu NK xăng dầu theo nước 7 tháng 2009



■ Singapore ■ Đài Loan ■ Trung Quốc ■ Hàn Quốc ■ Khác

Nguồn: Tổng cục Hải quan

Biểu đồ 3: Cơ cấu NK xăng dầu theo loại năm 2008



■ Dầu diesel ■ Xăng ■ Dầu mazut ■ Nhiên liệu khác

Nguồn: Tổng cục Hải quan

Việt Nam có khoảng mười doanh nghiệp dầu mỗi được nhập khẩu xăng dầu bao gồm: Tổng Cty Xăng Dầu Việt Nam (khoảng 60% lượng xăng dầu tiêu thụ trong nước), Cty TNHH Dầu Khí TP.HCM, Petec, Petechim, Xăng dầu Hàng Không, Xăng dầu Quân Đội, Thương Mại Dầu Khí Đồng Tháp, Liên Doanh Dầu Khí Mekong, Thương Mại Xăng Dầu Đường Biển, Cty Vật Tư Tổng Hợp Phú Yên.

Lượng xăng dầu này được vận chuyển về Việt Nam qua các hãng tàu dầu quốc tế (75%) và một số doanh nghiệp vận tải dầu trong nước như Vipco và Vitaco (25%).

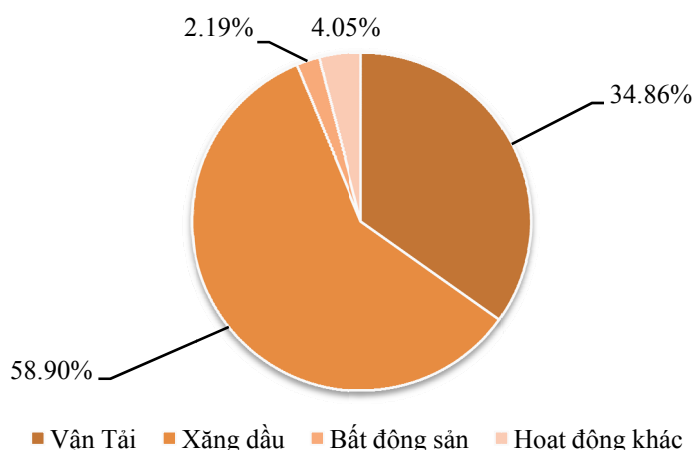
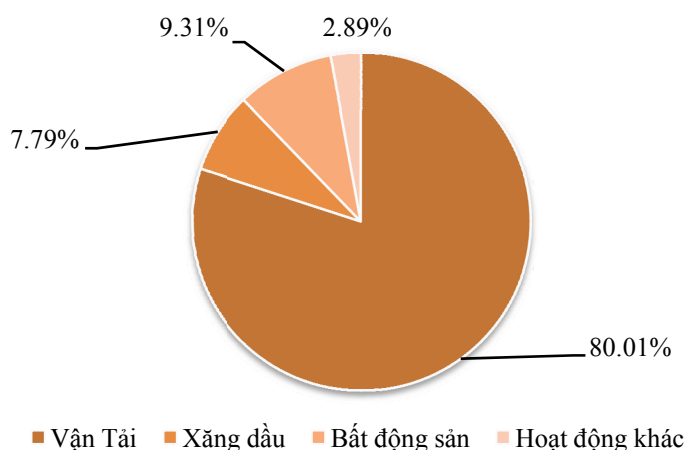
Triển vọng phát triển ngành

Về dài hạn, hoạt động nhập khẩu xăng dầu trong một vài năm tới sẽ giảm khoảng 33% do Nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ đi vào hoạt động kể từ năm 2009. Đến năm 2013, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn cũng sẽ đi vào hoạt động với công suất 10 triệu tấn/năm và dự kiến nguồn cung trong nước sẽ đáp ứng được khoảng 60-70%.

Với mức nhu cầu tiêu thụ xăng dầu mỗi năm tăng ổn định 5-7% thì tới năm 2013, một nửa số tàu vận tải xăng dầu viễn dương sẽ phải chuyển sang vận tải trong nước. Dù vậy Vipco và Vitaco là hai trong số các công ty con của Petrolimex sẽ được ưu tiên khai thác tuyến vận chuyển xăng dầu nội địa từ Dung Quất.

III. CÁC HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH CỐT LÕI CỦA DOANH NGHIỆP

Hiện tại hoạt động sản xuất kinh doanh chính của VIPCO bao gồm Vận tải xăng dầu, kinh doanh dầu trên biển, kinh doanh bất động sản, và các hoạt động khác như kinh doanh cảng, đào tạo thuyền viên,..

Biểu đồ 4: Cơ cấu doanh thu Vipco năm 2008**Biểu đồ 5: Cơ cấu lợi nhuận Vipco năm 2008**

Nguồn: Vipco

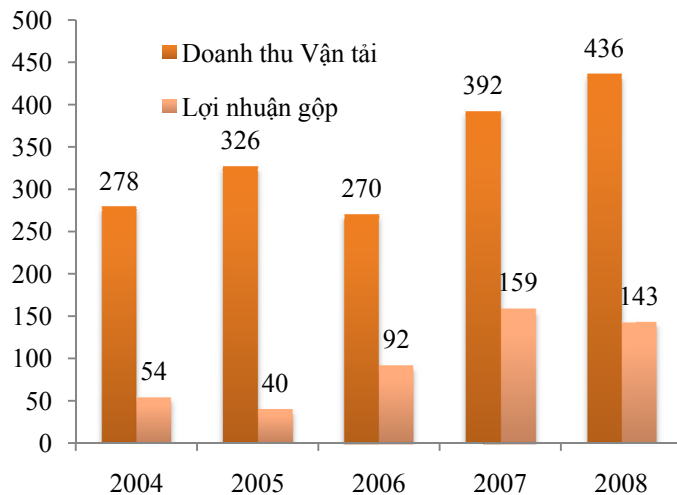
Nguồn: Vipco

Trong tương lai, Vipco có định hướng phát triển theo ba mảng kinh doanh chính gồm Vận tải xăng dầu, bất động sản – văn phòng thương mại và khai thác cảng hóa dầu container. Tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động vận tải vì vậy sẽ giảm dần.

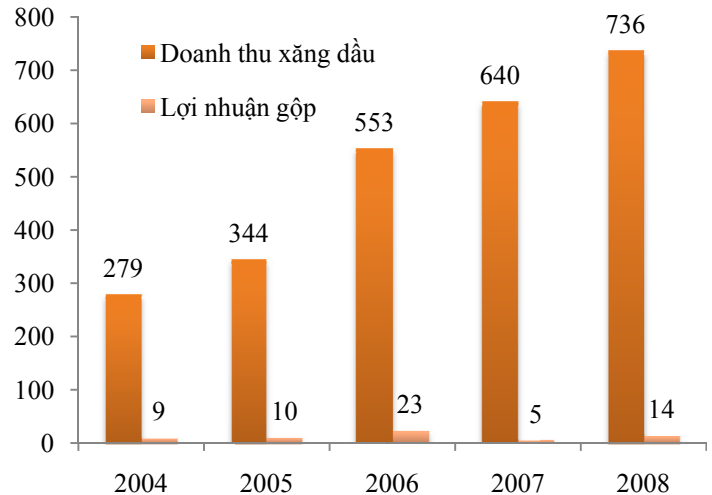
Hoạt động vận tải xăng dầu bằng đường biển – Hoạt động cốt lõi của Vipco.

Hoạt động này hiện tại chiếm hơn 1/3 doanh thu, nhưng lại đóng góp tới 80% lợi nhuận của Vipco trong năm 2008. Khác với các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam, đội tàu của Vipco chỉ chuyên chở xăng dầu, do vậy nguồn hàng khai thác có tính ổn định cao. Hiện tại 70% năng lực đội tàu đã được cho thuê định hạn với mức cước hợp lý tương đương năm 2008 (trong đó 50% năng lực đội tàu được Petrolimex – công ty mẹ thuê).

Triển vọng hoạt động vận tải xăng dầu của Vipco. Dù giá cước vận tải thế giới giảm mạnh, nhưng do đặc thù kinh doanh vận tải xăng dầu của VIPCO, **giá cho thuê định hạn của công ty ký với Petrolimex trong năm 2009 vẫn ở mức tương đương với năm 2008.** Trong khi đó công suất đội tàu tăng lên do Vipco đã đưa thêm 2 tàu mới vào khai thác. Theo dự kiến của Vipco, dự kiến doanh thu từ vận tải biển sẽ tiếp tục tăng khoảng 10,6% trong năm 2009 khi hai tàu Petrolimex 15 và tàu Petrolimex 16 đều được khai thác.

Biểu đồ 6: Hiệu quả Kinh doanh Vận tải năm 2008

Nguồn: Vipco

Biểu đồ 7: Hiệu quả kinh doanh xăng dầu năm 2008

Nguồn: Vipco

Việc đầu tư mua tàu vào thời điểm giá thấp đã giúp công ty **tiết kiệm được khoảng 20 triệu USD** so với kế hoạch đầu tư tại thời điểm đầu năm 2008.

Đội tàu vận tải dầu – Tuổi tàu trẻ - Đầu tư đúng thời điểm

Hiện tại Vipco đang sở hữu đội tàu chở dầu gồm 8 tàu với tổng trọng tải 176.111 DWT, tuổi tàu trung bình trẻ. Trong đó có hai tàu nhỏ sử dụng vận tải nội địa là Hạ Long 03 và Hạ Long 04, còn lại 6 tàu khai thác các tuyến quốc tế. Vipco có dự định sẽ đưa thêm hai tàu Petrolimex 02 và Petrolimex 03 vào khai thác nội địa, khi nhu cầu vận chuyển dầu nội địa tăng. Trong số 8 tàu Vipco đang sử dụng, có 3 tàu đã hết khấu hao là Hạ Long 02, Hạ Long 03 và Petrolimex 02. Tàu Petrolimex 03 cũng sẽ hết khấu hao trong năm 2010.

Tháng 4 năm 2009, VIPCO đã tiếp nhận tàu Petrolimex 15 được sử dụng vận chuyển dầu cho Petrolimex; và tàu Petrolimex 16 được sử dụng cho thuê định hạn Công ty SK Shipping – Hàn Quốc đến hết năm 2009. Công ty cũng đang có kế hoạch tiếp tục mua thêm một tàu dầu có trọng tải khoảng 18.000 DWT để nâng tổng trọng tải của đội tàu lên mức 200.000 DWT.

Bảng 1: Danh sách tàu của Vipco

Tên tàu	Xuất xứ	Trọng tải (DWT)	Tuổi tàu (năm)
Petrolimex 02	Nhật Bản	7,088	25
Petrolimex 03	Nhật Bản	27,402	24
Petrolimex 06	Anh	35,758	13
Petrolimex 10	Hàn Quốc	37,256	6
Petrolimex 15	Hàn Quốc	17,961	10
Petrolimex 16	Hàn Quốc	46,732	5
Hạ Long 03	Anh	1,405	35
Hạ Long 04	Nhật Bản	2,509	33
Tổng		176,111	18.9

Nguồn: Vipco, BSC tổng hợp

Bảng 2: Danh sách tàu của Vitaco

Tên tàu	Xuất xứ	Trọng tải (DWT)	Tuổi tàu (năm)
Petrolimex 04	Nhật Bản	29,998	21
Petrolimex 08	Hàn Quốc	37,453	6
Petrolimex 09	Hàn Quốc	40,019	2
Petrolimex 11	Hàn Quốc	40,000	2
Petrolimex 12	Hàn Quốc	13,000	2
Petrolimex 14	Hàn Quốc	13,000	2
Nhà Bè 01	Nhật Bản	3,580	33
Nhà Bè 02	Nhật Bản	2,364	32
Nhà Bè 03	Nhật Bản	4,793	31
Áp Bắc 02	Việt Nam	1,200	24
Áp Bắc 03	Pháp	1,200	67
		186,607	20.2

Nguồn: Vitaco, BSC tổng hợp

Hoạt động kinh doanh xăng dầu trên biển – Không hiệu quả

Vipco chủ yếu kinh doanh Diesel và dầu Mazut trên biển cho các tàu biển tại khu vực Hải Phòng, Quảng Ninh,... Dù vẫn tiếp tục là hoạt động đem lại doanh thu lớn nhất cho Vipco, nhưng do biên lợi nhuận rất thấp (khoảng 2% doanh thu thuần), nên không có đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của công ty. Với chênh lệch giá dầu và hoạt động vận tải biển hiện tại, Vipco sẽ không phát triển thêm hoạt động này trong các năm tiếp theo.

Hoạt động kinh doanh bất động sản – “Dự trữ lợi nhuận”

Hiện tại Vipco đang đầu tư 3 dự án bất động sản, trong đó có 2 tòa nhà thương mại và một khu đô thị tại Hải Phòng. Hiện tại cả 3 dự án này đều trong giai đoạn xây dựng, nên chưa đem lại doanh thu và lợi nhuận đáng kể cho công ty. Nhưng Vipco kỳ vọng từ năm 2011 hoạt động kinh doanh bất động sản sẽ phát triển mạnh và trở thành một trong ba hoạt động chính của công ty.

Dự án hai tòa nhà thương mại tại Hải Phòng – tạo nguồn doanh thu ổn định

Hải Phòng là thành phố lớn thứ hai của miền Bắc, và có lợi thế từ các cảng biển và hoạt động du lịch, thị trường cho thuê văn phòng thương mại ở đây chưa phát triển nhưng có tiềm năng lớn trong tương lai.

Vipco đang xây dựng hai tòa nhà thương mại tại trung tâm của thành phố Hải Phòng tại 43 Quang Trung và 37 Phan Bội Châu. Hai tòa nhà này của Vipco sẽ được xây dựng nối với nhau từ tầng 1- tầng 3, và sau khi hoàn thành sẽ được sử dụng chủ yếu để cho thuê văn phòng. Tòa nhà 43 Quang Trung đang được hoàn thiện và dự kiến khánh thành tháng 12/2009 – trên thực tế theo thực trạng thi công, tòa nhà có thể sẽ hoàn thành và đưa vào sử dụng vào đầu Q1/2010. Tòa nhà Vipco Tower - 37 Phan Bội Châu đang được thi công phần móng và hầm để xe, theo dự kiến của công ty, tòa nhà sẽ được hoàn thành trong năm 2011.

Bảng 3: Dự án hai tòa nhà thương mại tại Hải Phòng

Tóm tắt thông tin dự án	Đơn vị	43 Quang Trung	37 Phan Bội Châu
Tổng vốn đầu tư	Tỷ đồng	117	201.8
Số tầng	Tầng	17	25
Diện tích xây dựng	m ²	8,156	16,844
Diện tích sàn cho thuê	m ²	5,700	12,500
Giá cho thuê ước tính	USD/m ²	16	16
Doanh thu ước tính hàng năm	USD	1,094,400	2,400,000
Thời gian hoàn thành		T12/2009	2011

Nguồn: Vipco

Trong năm 2009 hai dự án bất động sản này của VIPCO đều chưa đi vào hoạt động nên chưa phát sinh doanh thu và lợi nhuận. Vipco đã thuê Tập đoàn Jones Lang LaSalle – khá nổi tiếng về BDS để tư vấn quản lý. Công ty kỳ vọng có thể cho thuê với mức giá **20 USD/m²/tháng**, tuy nhiên xét điều kiện hiện nay của TP Hải Phòng,

mức giá thuê hợp lý là **16 USD/m2/tháng**.

Sau khi dự án tòa nhà 43 Quang Trung hoạt động từ năm 2010, doanh thu cho thuê BDS của công ty sẽ tăng từ khoảng 12-20 tỷ đồng, lợi nhuận của công ty cũng sẽ tăng nhẹ. **Từ năm 2012, sau khi cả 2 tòa nhà đều hoạt động ổn định, doanh thu hàng năm từ cho thuê BDS của Vipco sẽ ở mức trên 40 tỷ đồng, đóng góp vào lợi nhuận trước thuế khoảng trên 18,8-20 tỷ đồng. (tương đương với 26% lợi nhuận năm 2008)**

Cho thuê lại Trụ sở tạm thời tại tầng 3 tòa nhà thương mại Sholega

Khi công ty chuyển về 43 Quang Trung, phần diện tích 1.000 m2 trên tầng 3 của tòa nhà Sholega sẽ được sử dụng để cho thuê lại, hưởng chênh lệch. Khu văn phòng này có diện tích khoảng 1.000 m2, giá thuê: 6 usd/m2/tháng, và kỳ hạn thuê: 9 năm kể từ năm 2008 (kỳ điều chỉnh giá là 3 năm).

Dự án Khu đô thị Anh Dũng VII – Lợi nhuận không thấp hơn 220 tỷ đồng

Địa điểm: Phạm Văn Đồng – P. Anh Dũng – Q. Dương Kinh – TP Hải Phòng. Tính đến thời điểm hiện tại công ty **đã bán khoảng 40%-50% diện tích khu đô thị (với giá bán đất)** và tính vào lợi nhuận các năm trước. Do hiện tại giá thị trường khu vực này là khoảng 6 triệu đồng/m2, trong khi chi phí đất của công ty là khoảng 1,5 triệu đồng/m2 (tổng cộng bao gồm chi phí tiền đất và mặt bằng).

Do không có sức ép về lợi nhuận nên Vipco có chủ trương xây dựng hoàn thiện khu đô thị và bán biệt thự thay vì bán đất như giai đoạn đầu. Nhiều khả năng Vipco sẽ đầu tư thêm hoàn thiện hạ tầng khu đô thị này trong giai đoạn 2009-2011. **Lợi nhuận thu được từ việc bán khoảng 200 biệt thự tại khu Anh Dũng VII sẽ không thấp hơn 200 tỷ đồng (tương đương với 3 lần lợi nhuận cả năm 2008)**

Bảng 4: Thông tin dự án Khu đô thị Anh Dũng VII

	Diện tích (m2)	Tỷ lệ (%)	Ghi chú
Diện tích nhà ở	82,346	48%	
- Biệt thự đơn lập	22,800	13%	76 căn 300m2
- Biệt thự song lập	59,546	35%	330 căn 180 m2
Diện tích công cộng	89,634	52%	
- Nhà trẻ	4,586	3%	
- Trường học	7,414	4%	
- Dịch vụ - Thể thao	2,115	1%	
- Đất giao thông, bãi đỗ xe	72,184	42%	
- Đất cây xanh công viên	3,335	2%	
Tổng diện tích	171,980	100%	

Nguồn: Vipco

Hiện tại có 1 tập đoàn quốc tế về cảng biển và 1 tập đoàn công nghiệp hàng đầu của Nhật bản đã bày tỏ nguyện vọng liên doanh với Công ty.

Kinh doanh cảng biển – Tiềm năng lớn trong dài hạn

Hải Phòng hiện là khu vực cảng biển chính của Miền Bắc Việt Nam, có lưu lượng hàng hóa qua cảng lớn, trong khi vị trí của các cảng hiện tại không thuận lợi cho kinh doanh cảng biển (sâu trong sông). Khu vực Đình Vũ, Hải Phòng nằm trên trục đường 63m đang được xây dựng của thành phố Hải Phòng, nổi cảng Hải phòng đến đầu nút xa lộ mới Hải Phòng – Hà Nội, đang được đánh giá có vị trí tốt hơn hẳn

các cảng tại Hải Phòng.

VIPCO đang triển khai giai đoạn 1 dự án cụm cảng Container - Hóa dầu Đình Vũ (diện tích 380.000 m²) với tổng đầu tư dự kiến khoảng gần 3.000 tỉ đồng, thời gian thực hiện từ 2008 - 2015. Hiện tại đã xong khâu thiết kế và đang triển khai đóng cọc, làm mặt bằng, do vậy chưa đem lại doanh thu và lợi nhuận cho VIPCO trong năm 2009. Vipco dự kiến sẽ dùng dự án này để hợp tác đầu tư với một đối tác có kinh nghiệm hơn để khai thác hiệu quả cảng biển Đình Vũ. **Nếu đánh giá lại giá trị cảng Đình Vũ trước khi lập liên doanh, Vipco sẽ rất có lợi giống như trường hợp của GMD với cảng Cái Mép.**

Cảng Container Vipco Đình Vũ

Quy mô và công suất thiết kế các cảng tại Việt Nam không đáp ứng được nhu cầu bốc xếp tàu container, đặc biệt là tại miền Bắc. Hiện tại có tới 72% số lô hàng container đi qua cảng TP.HCM, trong khi chỉ có 25% qua khu vực cảng Hải Phòng và Cái Lân. Điều này buộc Việt Nam trong tương lai sẽ phải đẩy nhanh tiến độ xây dựng các cảng biển và hạ tầng giao thông phía Bắc.

Cảng Container Vipco đang được xây dựng giai đoạn I trên diện tích 13 ha, tại vị trí thuận lợi của bán đảo Đình Vũ. Sau khi hoàn thành vào năm 2015, quy mô cảng Container Vipco sẽ tương đương với cảng Đình Vũ, và lớn hơn các cảng container khác tại Hải Phòng như Đoạn Xá (DXP), Vinconship (VSC),... Thêm vào đó khu vực Đình Vũ có vị trí thuận lợi hơn so với các cảng tại Hải Phòng hiện tại về độ sâu luồng.

Bảng 5: So sánh một số cảng Container Việt Nam

Chỉ tiêu	Cảng Đoạn Xá	Cảng Đình Vũ	Cảng VIPCO GD I	Cảng VIPCO GD II
Chế độ thủy triều	Nhật triều	Nhật triều	Nhật triều	Nhật triều
Mớn nước (mét)	8,4	9	-	-
Cỡ tàu tối đa (DWT)	10,000	40,000	20,000	30,000
Số lượng bến (chiếc)	1	2	1	2
Chiều dài bến (mét)	220	185 - 240	240	455
Diện tích mặt bằng (m ²)	80,000	240,000	127,780	127,780
Diện tích bãi Container (m ²)	65,000	105,000	36,000	36,000
Diện tích kho (m ²)	1,200	3,600	1,000	1,000
Số tàu đến 2008	245	318		
Lượng container 2008	172,000	232,982		
Doanh thu 2008	102,768,742,000	152,706,000,000		
Lợi nhuận 2008	30,233,414,000	40.590,970,000		

Nguồn: Hiệp hội cảng biển Việt Nam

Cảng Hóa dầu Vipco Đình Vũ

Hiện tại các kho xăng dầu Việt Nam chỉ dự trữ được lượng xăng dầu ít hơn 2,1 triệu tấn, mục tiêu sẽ nâng lên mức 4,2 triệu tấn vào năm 2015. Chính phủ Việt Nam cũng đặt mục tiêu phát triển tổng quy mô hệ thống dự trữ dầu thô và các sản phẩm xăng dầu của Việt Nam cần đạt tối thiểu 90 ngày nhập ròng, đáp ứng tiêu chí của Tổ chức Năng lượng Quốc tế (IEA) đến năm 2015. Kho xăng dầu lớn nhất tại Miền Bắc – tổng kho B12 đang có yêu cầu sẽ phải di dời cũng làm tăng nhu

cầu xây dựng kho xăng dầu mới tại Miền Bắc.

Cảng hóa dầu Vipco sẽ được xây dựng trên cùng vị trí với cảng Container tạo nên cụm cảng Vipco tại bán đảo Đình Vũ. Theo kế hoạch chính phủ, Cảng xăng dầu của Vipco là một trong 49 dự án kho xăng dầu thương mại sẽ được ưu tiên xây dựng từ năm 2010-2015. Về quy mô dự trữ xăng dầu, Cảng Vipco sẽ đứng thứ 3 tại miền bắc sau kho Tổng kho dầu mồi K130 – petrolimex và tổng kho Lạch Huyện (Quảng Ninh).

Bảng 6: So sánh một số cảng hóa dầu Việt Nam

Chỉ tiêu	Cảng B12	Cảng Cát Lái	Cảng Nhà Bè	Cảng VIPCO
Chế độ thủy triều	Nhật triều	bán nhật triều	bán nhật triều	Nhật triều
Mớn nước tối đa (mét)	13	10.5	11	-
Cỡ tàu tối đa	40,000	25,000	36,000	40,000
Số lượng bến (chiếc)	3	2	9	3
Chiều dài bến (mét)	86 – 280	60 -230	16 - 102	379
Diện tích mặt bằng (m ²)	74,629	126,000	1,300,000	165,700
Bồn chứa (m ³)	90,000	95,000	400,000	185,000
Lượng xăng dầu 2008 (m3)	6,753,509	1,100,000	4,500,000	
Số tàu đến 2008	325	90	214	

Nguồn: Hiệp hội cảng biển Việt Nam

IV. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP

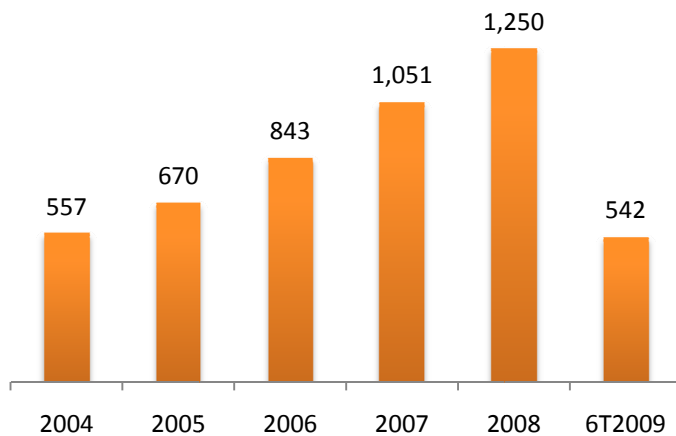
- Vipco có khả năng thanh toán nhanh rất tốt, hệ số nợ/vốn giảm dần qua các năm
- Tài sản dài hạn/ tổng tài sản tăng nhanh, do công ty tập trung đầu tư vào TSCD
- Lợi nhuận biên có nhiều biến động qua các năm do ảnh hưởng của hoạt động kinh doanh xăng dầu
- ROE và ROA năm 2008 sụt giảm mạnh trong so với năm 2007 (do năm 2007 có lợi nhuận đột biến từ đầu tư tài chính, và năm 2008 công ty phải trích lập dự phòng đầu tư tài chính và tỷ giá)

Bảng 7: Tổng hợp chỉ tiêu tài chính DN qua các năm

	2005	2006	2007	2008
Nhóm chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Hệ số nợ/ Vốn CSH	101.40%	51.60%	98.16%	83.40%
Nợ/ Tổng tài sản	50.35%	34.04%	49.25%	45.47%
Nhóm chỉ tiêu về cơ cấu tài sản				
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	51.36%	56.25%	33.47%	27.32%
Tài sản dài hạn/Tổng tài sản	48.64%	43.75%	66.53%	72.68%
Nhóm chỉ tiêu về khả năng sinh lời				
GVHB/ doanh thu thuần	89.79%	86.14%	83.83%	85.73%
Lợi nhuận gộp biên	10.21%	13.86%	16.17%	14.27%
CPBH/ doanh thu thuần	3.06%	1.14%	1.13%	0.90%
CPQLDN/ doanh thu thuần	0.00%	1.66%	1.98%	2.07%
Lợi nhuận biên từ HĐSXKD	4.68%	11.67%	13.21%	6.03%
LNST/Doanh thu thuần	3.86%	8.59%	14.25%	5.99%
ROE	7.21%	15.90%	19.20%	9.49%

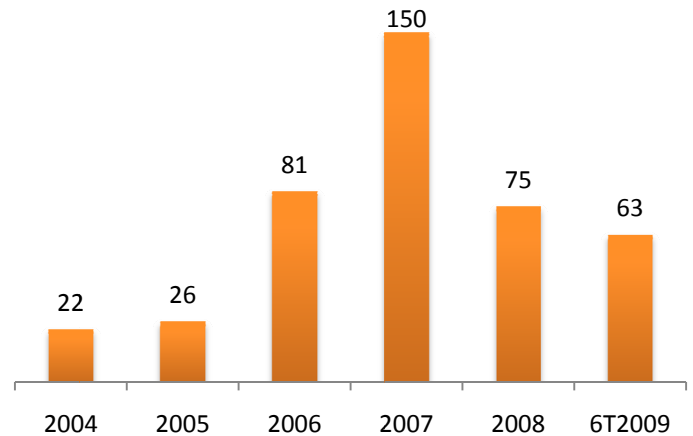
ROA	3.58%	10.49%	9.63%	5.18%
Nhóm chỉ tiêu hoạt động				
Vòng quay hàng tồn kho	8.2	10.1	12.6	12.5
Vòng quay các khoản phải trả	2372.8	302.5	28.7	25.2
Vòng quay các khoản phải thu	53.0	26.6	17.7	18.1
Nhóm chỉ tiêu thanh toán				
Khả năng thanh toán nhanh	3.0	13.0	4.5	5.6
Khả năng thanh toán hiện hành	2.3	10.9	3.9	4.2

Biểu đồ 8: Tăng trưởng doanh thu Vipco



Nguồn: Vipco

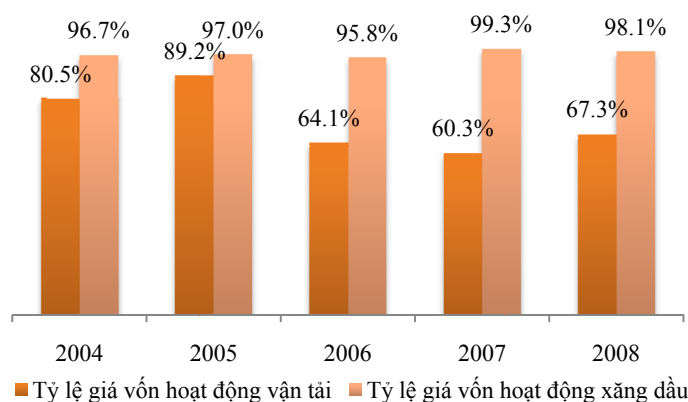
Biểu đồ 9: Tăng trưởng lợi nhuận Vipco



Nguồn: Vipco

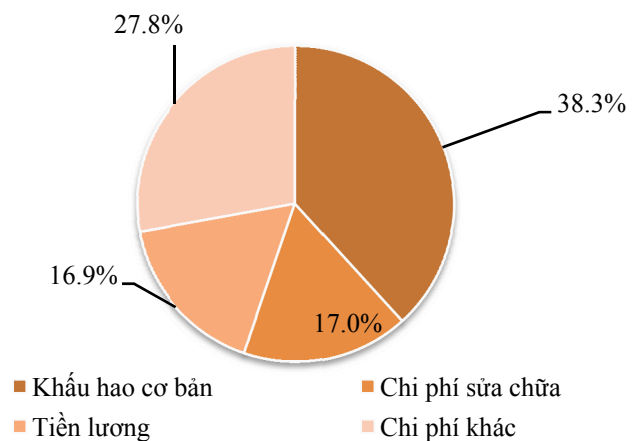
- Nhiều khả năng doanh thu năm 2009 giảm, so với năm 2008 (chủ yếu do giá xăng dầu giảm)
- Lợi nhuận năm 2008 giảm mạnh so với năm 2007, do không còn lợi nhuận đột biến từ đầu tư tài chính.
- 2 Quý đầu năm 2009, lợi nhuận của Vipco khá tốt, không chịu ảnh hưởng đáng kể của sự suy giảm hoạt động vận tải biển nói chung

Biểu đồ 10: Tỷ trọng giá vốn hàng bán của Vipco



Nguồn: Vipco

Biểu đồ 11: Cơ cấu giá vốn hoạt động vận tải xăng dầu



Nguồn: Vipco

- Tỷ trọng giá vốn hàng bán của hoạt động kinh doanh xăng dầu trên biển rất cao, thường ở mức 96-98% doanh thu thuần. Do vậy biên lợi nhuận từ hoạt động này thấp và đóng góp ít vào lợi nhuận của Vipco.

- Tỷ trọng giá vốn hàng bán của hoạt động vận tải biển năm 2008 đang ở mức cao hơn so với năm 2007. Nguyên nhân do đơn giá cước của công ty không tăng trong khi giá đầu vào tăng.
- Trong cơ cấu giá vốn hàng bán của Vipco, chi phí khấu hao cơ bản và chi phí sửa chữa lớn chiếm tỷ trọng lớn nhất. Các chi phí còn lại bao gồm bảo hiểm, cảng bến, dầu nhớt...

V. CHIẾN LƯỢC VÀ KẾ HOẠCH KINH DOANH

Định hướng phát triển Vipco theo ba mảng kinh doanh chính:

- Vận tải xăng dầu
- Kinh doanh bất động sản
- Kinh doanh cảng biển

Lãnh đạo công ty Vipco đã rất quyết tâm khi mở rộng hoạt động của công ty sang hai lĩnh vực mới là kinh doanh cảng biển và Bất động sản. Trong những năm tiếp theo khi hoạt động vận tải xăng dầu

Kế hoạch kinh doanh năm 2009:

- Tổng doanh thu: 1.030.427.013.000 đồng;
- Lợi nhuận trước thuế: 88.495.485.000 đồng;
- Lợi nhuận sau thuế: 75.211.444.000 đồng;
- Tỷ lệ trả cổ tức: 10%/năm.

Các dự án đầu tư dài hạn

- Đầu tư dự án Cụm cảng Hóa dầu - Container VIPCO;
- Đầu tư cao ốc 37 Phan Bội Châu - Hải Phòng;
- Đầu tư cao ốc 43 Quang Trung - Hải Phòng;
- Đầu tư khu đô thị Anh Dũng VII
- Đầu tư đóng mới 02 tàu sông trọng tải 650 Tấn.
- Tổng giá trị đầu tư dự kiến: 540 tỷ đồng (trong năm 2009) và 460 tỷ đồng trong các năm tiếp theo
- Dự kiến các nguồn vốn sẽ huy động để đầu tư bao gồm Vốn công ty, vốn hợp tác đầu tư và vốn vay.

VI. PHÂN TÍCH RỦI RO

Rủi ro đầu tư tài chính. Tính đến tháng tháng 6 năm 2009, công ty đã trích lập dự phòng đầu tư tài chính 23.1 tỷ đồng (chủ yếu từ năm 2008), và chưa hoàn nhập trích lập dự phòng đầu tư tài chính này. Trong khi đó giá trị danh mục đầu tư tài chính dài hạn của Vipco tiếp tục được giữ nguyên ở mức 105 tỷ đồng. **Rủi ro đầu tư tài chính của Vipco trong năm 2009 không đáng kể, doanh nghiệp cũng có thể có hoàn nhập dự phòng trong QIII và QIV/2009** nếu tình hình thị trường chứng khoán khả quan vào cuối năm 2009.

Rủi ro biến động tỷ giá

Số dư vay ngoại tệ dài hạn của Vipco đang ở mức trên 68 triệu USD, tại thời điểm 30/06/2009, do vậy doanh nghiệp đối mặt với rủi ro tỷ giá không nhỏ. Tuy nhiên

Vipco cho biết với các khoản vay trong năm 2009, tỷ giá USD/VND tính được sử dụng là khoảng 17.785 đồng, do vậy nếu tỷ giá liên ngân hàng cuối năm giữ ở mức 17.003 như tháng 10/2009, **Vipco sẽ có lãi chênh lệch tỷ giá khoảng 29 tỷ đồng.**

Rủi ro nguồn hàng khai thác

Hoạt động nhập khẩu xăng dầu trong một vài năm tới sẽ giảm khoảng 33% do Nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ đi vào hoạt động kể từ năm 2009. Đến năm 2013, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn cũng sẽ đi vào hoạt động với công suất 10 triệu tấn/năm và nguồn cung trong nước sẽ đáp ứng được khoảng 60-70%. 50% công suất đội tàu của công ty sẽ phải dần chuyển sang khai thác thị trường vận tải xăng dầu trong nước (cho Petrolimex) hoặc tự khai thác vận chuyển xăng dầu quốc tế. Tuy nhiên Vipco sử dụng tàu mớn nông, có thể trực tiếp cập cảng nước nông tại Dung Quất, do vậy sẽ có lợi thế khai thác nguồn hàng vận tải xăng dầu nội địa.

VII. CÁC MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Lý do sử dụng mô hình định giá

Mô hình định giá được sử dụng định giá là **mô hình chiết khấu các dòng tiền tự do FCFE FCFF và DDM**. Mô hình này được lựa chọn để định giá cổ phiếu của Vipco do các nguyên nhân sau:

- Hoạt động vận tải biển nói chung đang suy giảm mạnh trên phạm vi toàn cầu, do vậy các chỉ tiêu PE, PB của ngành chưa phản ánh đúng mức giá hợp lý của các công ty trong ngành, đặc biệt là hoạt động vận tải xăng dầu đặc thù.
- Vipco đang trong quá trình chuyển đổi mảng kinh doanh chính từ vận tải xăng dầu thuần túy sang hoạt động cả ba lĩnh vực là kinh doanh vận tải xăng dầu, bất động sản và cảng biển. Do vậy cần có dự báo chi tiết về từng các mảng hoạt động này để đánh giá được tiềm năng của Vipco
- Các dòng tiền của Vipco biến động khá sát với kết quả kinh doanh, đồng thời kế hoạch hoạt động của công ty trong các năm tiếp theo cũng thuận lợi cho việc dự báo dòng tiền từ doanh thu và lợi nhuận của các mảng hoạt động

Kết quả kinh doanh của VIPCO được dự báo dựa trên 3 mảng hoạt động gồm: kinh doanh vận tải xăng dầu, kinh doanh xăng dầu trên biển và bất động sản.

Kết quả định giá **đã tính đến doanh thu và và lợi nhuận** từ các hoạt động sau:

- Hoạt động vận tải xăng dầu được dự báo trên cơ sở đánh giá kế hoạch tăng năng lực đội tàu, kế hoạch khai thác đội tàu của VIPCO
- Hoạt động kinh doanh xăng dầu trên biển được dự báo trên cơ sở giá dầu và nhu cầu tiêu thụ dầu tàu biển hiện tại.
- Hoạt động cho thuê văn phòng tại tòa nhà 17 tầng tại 43 Quang Trung, thành phố Hải Phòng giả định sẽ bắt đầu từ năm 2010.
- Hoạt động cho thuê văn phòng tại tòa nhà VIPCO 37 Phan Bộ Châu giả định sẽ bắt đầu từ năm 2011.
- Hoạt động bán BDS tại Dự án Anh Dũng VII (phát sinh doanh thu và chi phí như dự kiến trong năm 2009).

Kết quả định giá **chưa tính đến doanh thu và và lợi nhuận** từ các hoạt động sau:

- Hoạt động đầu tư tài chính
- Hoạt động đầu tư và xây dựng cụm cảng Hóa dầu – Container

Kết quả của mô hình định giá

<i>Mô hình định giá</i>	<i>Giá</i>	<i>Tỷ trọng</i>	<i>Bình quân gia quyền</i>
FCFE	34,746	30%	10,424
FCFF	41,461	30%	12,438
DDM	20,495	40%	8,198
Giá bình quân			31,060.30

VIII. PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh	- Công ty có khách hàng truyền thống là công ty mẹ Petrolimex, hiện thuê khoảng 50% trọng tải của công ty. Năng lực vận tải của Petrolimex trong thời gian tới vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu, do vậy nguồn hàng của Vipco khá ổn định so với các công ty khác. - Công ty đã ký được hợp đồng dài hạn với giá cước ổn định cho khoảng 20% trọng tải của đội tàu còn lại. - Những nguồn nhân lực của công ty có trình độ khá tốt. Công ty có trường đào tạo và sẽ cung cấp thuyền viên từ năm 2010. - Ban lãnh đạo của công ty có tầm nhìn và đã chủ động đầu tư đa dạng hóa ngành nghề một cách bài bản.
Điểm yếu	- Công ty sở hữu 5 công ty con và 1 công ty liên kết, hoạt động quản lý có thể phát sinh nhiều vấn đề. - Công ty đang đầu tư phát triển nhiều ngành nghề như bất động sản, xây dựng văn phòng, xây cảng biển,... những lĩnh vực công ty chưa có nhiều kinh nghiệm.
Cơ hội	- Giá tàu biển đang ở mức thấp cộng thêm tỷ giá USD/VND khá ổn định là điều kiện thuận lợi cho công ty khi mua thêm tàu mới. - Công ty có lợi thế khi đàm phá hợp đồng vận chuyển xăng dầu trong nước và quốc tế với công ty mẹ Petrolimex (chiếm 60% lượng xăng dầu nhập khẩu của Việt Nam) - Lượng hàng container nhập vào Việt Nam liên tục tăng sẽ tạo điều kiện cho Vipco đưa cảng hóa dầu – Container Đình Vũ vào khai thác. - Thị trường bất động sản phục hồi sẽ tạo điều kiện cho công ty phát triển mảng kinh doanh bất động sản và xây dựng khu đô thị (Anh Dũng VII). - Khi thị trường văn phòng cho thuê tại Hải Phòng phục hồi, Vipco sẽ có lợi thế lớn với 2 tòa nhà cao ốc văn phòng tại trung tâm thành phố.
Thách thức	- Sau khi nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn đi vào vận hành 100% công suất, nhu cầu nhập khẩu xăng dầu của Việt Nam sẽ giảm, ảnh hưởng đến nguồn hàng khai thác tuyến quốc tế của công ty - 30% công suất tàu của công ty đang được tự khai thác với mức cước biến động theo thị trường. Thời điểm hiện tại giá cước cho thuê tàu ở mức thấp thì doanh thu từ các

tàu tự khai thác sẽ không tốt như năm 2007-2008

- Công ty hiện có khoảng vay nợ khá lớn bằng USD (khoảng 67 triệu USD) dẫn đến rủi ro tỷ giá.

IX. NHẬN ĐỊNH CHUNG VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Năm 2009:** Sẽ là một năm khá thành công của Vipco so với các công ty cùng ngành, 9 tháng năm 2009 tổng doanh thu đạt 892,292 tỷ đồng, tổng lợi nhuận kế toán trước thuế (miễn thuế TNDN 2009) của VIP ước đạt: 91 tỷ đồng bằng 120,4% thực hiện cả năm 2008. Ước lợi nhuận 2009 của Vipco đạt 143 tỷ đồng, EPS 2,400 đồng (chưa kể khoản lợi nhuận từ chênh lệch tỉ giá 29 tỷ đồng nếu tỷ giá liên ngân hàng USD/VND ở mức 17.003 đồng).
- **Dài hạn:** Vipco là doanh nghiệp có nền tảng hoạt động kinh doanh chính tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành. Các hoạt động kinh doanh mới (bắt động sản và cảng biển) đều có tiềm năng phát triển lớn trong tương lai. Ban lãnh đạo Vipco có quyết tâm đưa Vipco phát triển theo hướng đa ngành và bài bản với từng lĩnh vực kinh doanh. Mức giá giao dịch hiện tại của Vipco vẫn ở mức chấp nhận được so với kết quả định giá.
- **Khuyến nghị: Mua và nắm giữ dài hạn**
- **Vùng giá hợp lý để đầu tư: 20.500-25.000 đồng**
- **Giá hợp lý trên 1 cổ phiếu: 31.000 đồng**

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Các dự án sẽ triển khai

STT	DỰ ÁN	GIÁ TRỊ KHÁI TOÁN	GIÁ TRỊ ĐẦU TƯ 2009	DỰ KIẾN NGUỒN VỐN
I	Dự án năm 2008 chuyển sang	1,588,562,116,000	1,128,850,000,000	
1	Đầu tư mua 01 tàu dầu trọng tải	630,000,000,000	630,000,000,000	- Vốn đ/tư Cty - Vốn vay
2	Đầu tư mua 01 tàu dầu trọng tải	288,750,000,000	288,750,000,000	- Vốn đ/tư Cty - Vốn vay
3	Dự án cụm cảng Hoá dầu-Container GD 1	240,000,000,000	74,600,000,000	-Vốn đ/tư Cty - tác đtr - Vốn vay
4	Dự án Cao ốc 37 Phan Bội Châu	201,812,116,000	62,500,000,000	-Vốn đ/tư Cty - Vốn hợp tác - Vốn vay
5	Dự án Cao ốc 43 Quang Trung	117,000,000,000	50,000,000,000	- Vốn đ/tư Cty - Vốn vay
6	Đóng mới 02 tàu sông	11,000,000,000	11,000,000,000	- Vốn đ/tư Cty
7	Dự án Anh Dũng VII	100,000,000,000	12,000,000,000	- Vốn đ/tư Cty - Vốn vay
II	Đầu tư mới	330,000,000,000	330,000,000,000	
1	Đầu tư mua 01 tàu dầu trọng tải	280,000,000,000	280,000,000,000	- Vốn hợp tác đ/tư
2	Đầu tư vào các công ty thành viên	50,000,000,000	50,000,000,000	- Vốn đ/tư Cty
	TỔNG CỘNG	1,918,562,116,000	1,458,850,000,000	

Phụ lục 2: Vị trí Cảng Vipco, Khu Đô thị Anh Dũng VII và VIPCO Tower

Cảng Vipco:

Tổng diện tích: 380,000 m²

Tổng đầu tư: 3,000 tỷ

**Phụ lục 3: Phối cảnh tháp đôi Vipco – 43 Quang Trung và 37 Phan Bội Châu**

Tổng vốn đầu tư 329 tỷ đồng

Tổng diện tích: 25,000m²

Diện tích cho thuê: 18,200 m²

Giá cho thuê 16 USD/m²/tháng

Thời gian hoàn thành: 2009-2011

Lợi nhuận: 2-3 tỷ đồng (từ 2010)

Lợi nhuận: 18,8 tỷ đồng (từ 2012)

**Phụ lục 4: Khu đô thị Anh Dũng VII**

Tổng diện tích: 171,980 m²

Diện tích nhà ở: 82,346 m²

Giá vốn: 1,5 triệu đồng/m²

Giá thị trường: 6 triệu đồng/m²

Lợi nhuận ước tính nếu bán phần còn lại của khu đô thị tại thời điểm hiện tại sẽ không thấp hơn 220 tỷ đồng



Phụ lục 5: Kết quả định giá - bảng độ nhạy FCFF

Phân tích độ nhạy	g	WACC				
		7.50%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%
Giá trị tới hạn	0.5%	3,686,867,794,938	3,441,204,330,977	3,226,233,839,838	3,036,542,398,148	2,867,918,655,593
	1.0%	3,990,055,730,091	3,705,210,420,783	3,458,324,750,534	3,242,284,754,464	3,051,649,574,258
	1.5%	4,343,742,169,558	4,009,808,481,230	3,723,553,046,628	3,475,445,170,091	3,258,335,669,090
	2.0%	4,761,689,675,518	4,365,139,914,236	4,029,561,232,369	3,741,895,672,474	3,492,565,589,648
	2.5%	5,263,161,545,209	4,785,031,291,575	4,386,537,658,914	4,049,313,983,509	3,760,238,298,319
	3.0%	5,875,975,129,108	5,288,835,503,966	4,808,372,907,631	4,407,935,403,591	4,069,066,734,648
	3.5%	6,641,842,907,581	5,904,499,280,220	5,314,509,462,723	4,831,714,523,688	4,429,333,148,269
	4.0%	7,626,286,538,533	6,673,929,105,202	5,933,023,431,332	5,340,183,421,480	4,855,056,139,744
	4.5%	8,938,452,083,463	7,662,951,377,661	6,706,015,302,823	5,961,547,582,444	5,365,857,380,237
	5.0%	10,774,666,475,004	8,981,219,796,781	7,699,616,216,788	6,738,101,500,444	5,990,071,733,557
	5.5%	13,527,201,553,550	10,825,974,410,600	9,023,987,510,099	7,736,281,055,916	6,770,187,698,066

Phân tích độ nhạy	g	WACC				
		10.82%	11.32%	11.82%	12.32%	12.82%
Giá cổ phần	0.5%	38,784	36,084	33,722	31,640	29,790
	1.0%	40,421	37,440	34,857	32,598	30,605
	1.5%	42,331	39,006	36,155	33,684	31,522
	2.0%	44,588	40,832	37,652	34,925	32,561
	2.5%	47,296	42,989	39,398	36,357	33,748
	3.0%	50,605	45,578	41,461	38,027	35,118
	3.5%	54,740	48,742	43,937	40,001	36,716
	4.0%	60,056	52,696	46,963	42,369	38,604
	4.5%	67,141	57,779	50,744	45,263	40,869
	5.0%	77,056	64,553	55,604	48,879	43,638
	5.5%	91,919	74,033	62,083	53,528	47,098

Phụ lục 6: Kết quả định giá - bảng độ nhạy FCFE

Phân tích độ nhạy	g	COE dài hạn				
		7.00%	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%
Giá trị tới hạn	0.5%	2,287,368,529,908	2,123,985,063,486	1,982,386,059,254	1,858,486,930,551	1,749,164,169,930
	1.0%	2,490,310,845,580	2,298,748,472,843	2,134,552,153,354	1,992,248,676,464	1,867,733,134,185
	1.5%	2,730,151,764,101	2,502,639,117,093	2,310,128,415,778	2,145,119,243,223	2,002,111,293,674
	2.0%	3,017,960,866,327	2,743,600,787,570	2,514,967,388,606	2,321,508,358,713	2,155,686,333,091
	2.5%	3,369,727,546,825	3,032,754,792,142	2,757,049,811,038	2,527,295,660,119	2,332,888,301,648
	3.0%	3,809,435,897,447	3,386,165,242,175	3,047,548,717,958	2,770,498,834,507	2,539,623,931,631
	3.5%	4,374,775,205,390	3,827,928,304,716	3,402,602,937,525	3,062,342,643,773	2,783,947,857,975
	4.0%	5,128,560,949,314	4,395,909,385,126	3,846,420,711,985	3,419,040,632,876	3,077,136,569,588
	4.5%	6,183,860,990,807	5,153,217,492,339	4,417,043,564,862	3,864,913,119,254	3,435,478,328,226
	5.0%	7,766,811,053,047	6,213,448,842,438	5,177,874,035,365	4,438,177,744,598	3,883,405,526,524
	5.5%	10,405,061,156,781	7,803,795,867,585	6,243,036,694,068	5,202,530,578,390	4,459,311,924,335

Phân tích độ nhạy	g	COE 10 năm đầu				
		8.17%	8.67%	9.17%	9.67%	10.17%
Giá cổ phần	0.5%	31,940	29,802	27,962	26,363	24,964
	1.0%	33,371	30,973	28,931	27,174	25,647
	1.5%	35,061	32,338	30,049	28,100	26,421
	2.0%	37,089	33,953	31,354	29,168	27,306
	2.5%	39,568	35,889	32,896	30,414	28,327
	3.0%	42,667	38,257	34,746	31,887	29,518
	3.5%	46,651	41,216	37,007	33,655	30,925
	4.0%	51,963	45,021	39,834	35,815	32,614
	4.5%	59,400	50,094	43,468	38,516	34,679
	5.0%	70,556	57,196	48,314	41,988	37,259
	5.5%	89,149	67,850	55,098	46,617	40,577

Phụ lục 7: Kết quả định giá - bảng độ nhạy DDM

Phân tích độ nhạy	g	Ks				
		9.37%	9.87%	10.37%	10.87%	11.37%
Giá trị tối hạn	0.5%	2,236,217,801,043	2,116,889,209,739	2,009,650,647,948	1,912,753,316,803	1,824,770,183,556
	1.0%	2,381,593,158,961	2,247,343,262,740	2,127,420,996,852	2,019,648,909,878	1,922,269,502,459
	1.5%	2,545,440,608,100	2,393,383,224,104	2,258,468,724,436	2,137,952,783,965	2,029,647,171,809
	2.0%	2,731,519,732,836	2,557,979,724,396	2,405,173,289,247	2,269,594,186,133	2,148,484,571,078
	2.5%	2,944,684,610,808	2,744,909,535,448	2,570,518,840,693	2,416,963,354,391	2,280,719,647,830
	3.0%	3,191,313,362,873	2,959,048,925,983	2,758,299,338,060	2,583,057,956,989	2,428,753,419,534
	3.5%	3,479,957,234,540	3,206,805,175,314	2,973,413,241,157	2,771,689,140,672	2,595,597,073,285
	4.0%	3,822,352,292,737	3,496,768,622,147	3,222,296,987,755	2,987,777,556,332	2,785,078,943,284
	4.5%	4,235,054,344,405	3,840,728,986,453	3,513,580,009,753	3,237,788,800,196	3,002,141,871,507
	5.0%	4,742,196,224,828	4,255,317,762,320	3,859,105,680,168	3,530,391,397,359	3,253,280,612,637
	5.5%	5,380,382,518,798	4,764,778,111,613	4,275,581,180,236	3,877,482,373,883	3,547,202,784,966

Phân tích độ nhạy	g	Ks				
		12.74%	13.24%	13.74%	14.24%	14.74%
Giá cổ phần	0.5%	19,781	18,554	17,458	16,473	15,584
	1.0%	20,431	19,110	17,936	16,886	15,943
	1.5%	21,163	19,732	18,468	17,344	16,338
	2.0%	21,995	20,433	19,063	17,853	16,776
	2.5%	22,948	21,229	19,734	18,422	17,263
	3.0%	24,051	22,141	20,495	19,064	17,809
	3.5%	25,341	23,196	21,368	19,794	18,424
	4.0%	26,872	24,430	22,378	20,629	19,122
	4.5%	28,717	25,895	23,559	21,595	19,922
	5.0%	30,985	27,661	24,961	22,727	20,847
	5.5%	33,838	29,830	26,651	24,068	21,930

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 – Tháp A Vincom
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà Nội
Tel: 84 4 22200668
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8128885
Fax: 84 8 3 8128510

Phòng Giao dịch BSC Nam Kỳ Khởi Nghĩa

12-14 Nam Kỳ Khởi Nghĩa
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 8214803
Fax: 84 8 8214804

Phòng Giao dịch Hàng Tre

20 Hàng Tre - Hoàn Kiếm - Hà Nội
Tel: 3 9261278, 3 9261276
Fax: 3 9261279

Nhóm Phân tích Ngành Doanh nghiệp**Nguyễn Gia Cẩn****Bùi Nguyệt Ánh****Trần Thăng Long****Nguyễn Thanh Hoa****Vũ Phương Nga****Trần Kim Oanh****Đỗ Thanh Phong****Trưởng nhóm****Vũ Thăng Bình****Phụ trách nhóm Ngành Doanh nghiệp****Phạm Xuân Anh**

Khuyến cáo sử dụng: Bản báo cáo này của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong tháng. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và 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, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật.

Bản quyền của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Chứng khoán BIDV.