

MUA

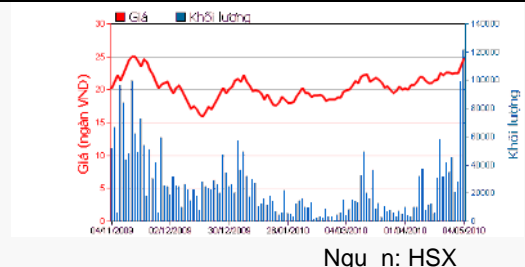
V n t i

S li u chính

Giá @ 28/5/2010	23.600
Giá m c tiêu	32.000
Chênh l ch so v i giá m c tiêu	36%
Giá th p nh t trong 52 tu n	13.000
Giá cao nh t trong 52 tu n	27.000
KL GDBQ trong 10 ngày	502.644
S l ng c phi u	40.000.000
V n hóa th tr ng (t ng)	944
S h u nhà ut n c ngoài	1%

Ch s nh giá	2008	2009	2010
EPS (VND)	4.794	1.502	4.133
EPS growth	140%	-68%	175%
P/E	5,2x	15,7x	5,7x
P/B	1,9x	1,9x	1,3x
EV/EBITDA	2,2x	9,3x	4,9x
ROE	39%	12%	27%
ROIC	9%	2%	5%
N /V n	3,28	4,07	3,57
Dividend yield	11%	5%	5%

Bi u giá



C c u c ô ng

T ng Công ty hàng h i VN	60%
T ch c trong n c	17%
N c ngoài	1%
Cá nh n khác	22%

GIÁ M C TIÊU 32.000 NG

Chúng tôi th c hi n báo cáo c p nh t i v i Công ty C ph n V n t i & Thu ê tàu bi n Vi t Nam (VST) và a ra khuyn ng nh MUA cho m c ích ut ng n và trung h n, m c giá m c tiêu là 32.000 ng/cp, t ng ng v i P/E 2010 là 7,7x và EV/EBITDA là 5,5x. Khuyn ng nh ut c a chúng tôi vào Công ty CP V n t i và thuê tàu bi n Vi t Nam d a trên nh ng i m chính sau:

Ngành v n t i bi n ã tr i qua th i k khó kh n nh t và ang trên à h i ph c. Sau khi r i t m c nh i m là 12.000 i m vào gi a n m 2008, ch s BDI ã ch m áy t i ng 663 i m vào cu i n m 2008 và dao ng t i ng này n n a u 2009. Giá c c v n t i bi n b t u có d u hi u h i ph c t nh ng tháng cu i 2009. Trong lúc th tr ng th gi i ang trong giai o n suy thoái do nh h ng c a cu c kh ng ho ng n t Hy L p nh ng ch s BDI v n t ng tr ng t t, t 4.209 i m (ngày 26/5/2010), t ng 25% so v i th i i m cu i tháng 4/2010 và t ng 40% so v i th i i m cu i n m 2009. Cùng v i xu h ng h i ph c c a n n kinh t th gi i, c ng v i quý II và quý III th ng là mùa cao i m c a ho t ng v n t i, giá c c v n t i bi n c k v ng s t i p t c xu h ng t ng trong th i gian t i.

L i th trong v i c s h u i tàu tr , n ng l c v n chuy n cao, Vitranschart (VST) có n ng l c t ng t c khi n n kinh t h i ph c. VST ng th 3 v s l ng tàu (s h u i tàu g m 16 chi c, trong ó 11 tàu có tr ng t i t 22.000 – 28.000 DWT/chi c) và th 2 v t ng tr ng t i (317.542 DWT) trong Vinalines. tu i trung bình là 13,6 n m, là tu i tr nh t c a Vi t Nam hi n nay. Vi c t p trung phân khúc tr ng t i trên 20.000 DWT v i t l l p y trên 80%, giúp VST a d ng hóa ngu n hàng v n chuy n c ng nh t i u hóa hi u qu ho t ng. ãy là m t l i th c nh tranh l n so v i các công ty v n chuy n hàng khô trong ngành.

K t qu kinh doanh quý I/2010 kh quan nh t so v i các doanh nghi p trong ngành v n t i bi n là minh ch ng rõ ràng v hi u qu ho t ng c a Công ty. K t thúc quý I/2010, VST ghi nh n 421 t doanh thu và 23 t l i nh u n sau thu , l n l t t ng 67% v doanh thu và 148% l i nh u n sau thu so v i cùng k 2009.

... t o n t ng cho s t phá l i nh u n trong quý II và quý III/2010. Quý II và III là mùa cao i m c a ho t ng v n t i bi n. V i v i c giá c c v n t i bi n ang có nh ng chuy n bi n tích c c, ãy s là th i k g t hái l i nh u n c a Công ty. Bên c nh ó, v i c thanh lý tàu già tr hóa i tàu s c ng c thêm l i nh u n cho Công ty. D ki n trong quý II, VST s ghi nh n l i nh u n t v i c thanh lý tàu Far East, v i l i nh u n c t 23 t ng. ng th i, trong tháng 6/2010, VST s t i n hành thanh lý tàu Ph ng ông 2 v i l i nh u n sau thu c t 38 t ng – và d ki n s c ghi nh n trong quý III/2010. Nh v y, d báo l i nh u n sau thu thu c t 2 quý này c t 118 t ng, v t 31% k ho ch ra trong n m 2010.

N m 2010 – N m kh i u cho chu k t ng tr ng c a VST. Chúng tôi d báo trong n m 2010, VST có kh n ng ghi nh n 1.897 t doanh thu và 165 t l i nh u n sau thu , t ng ng t ng 48% doanh thu và 175% l i nh u n sau thu so v i n m 2009. Theo ó, PE 2010 c a Công ty ch kho ng 5,7x th p h n 30% so v i trung bình ngành c a khu v c là 8,2x. Hi n t i, có m t vài lo ng i v s h i ph c c a n n kinh t th gi i sau khi cu c kh ng ho ng n bùng n t i Hy L p, tuy nhiên i tàu c a VST v i th m nh là tàu handysize c d báo là giá c c v n t i p t c t ng trong th i gian t i. Do v y, chúng tôi tin t ng ãy ch m i là n m kh i u cho chu k t ng tr ng c a Công ty.

S I c v Công ty

L ch s hnh thnh													
<ul style="list-style-type: none">Công ty c ph n V n t i và thuê tàu bi n Vi t Nam (Vitranschart) c thành l p vào ngày 26/05/1975, trên c s ti p qu n i tàu và các hãng tàu do ch c l i, g m các sà lan và các tàu nh , c , h h ng. Tháng 12/2007, Vitranschart chính th c ho t ng d i hình th c công ty c ph n, và là m t trong nh ng doanh nghi p thành viên tr c thu c T ng công ty Hàng H i Vi t Nam. Trong su t quá trình hình thành và phát tri n, công ty ã không ng ng ut i m i i tàu c ng nh a d ng hóa các ho t ng kinh doanh.VST chính th c niêm y t trên sàn HOSE ngày 20/2/2009 v i v n i ul là 400 t ng. Tính n tháng 4/2010, i tàu Công ty có 16 chi c v i t ng tr ng t i 317.542 DWT, t ng 4,3% so v i v i cu i n m 2009.													
Ngành ngh kinh doanh													
<ul style="list-style-type: none">Ho t ng kinh doanh ch y u hi n nay c a công ty bao g m t khai thác tàu song song v i vi c cho thuê tàu nh h n, cùng v i các ho t ng th ng m i và d ch v khác nh ào t o cung ng lao ng, i lý hàng h i và s a ch a tàu bi n.													
C c u doanh thu 2009													
<table><caption>Hoạt động doanh thu 2009</caption><tr><th>Loại hoạt động</th><th>Tỷ trọng (%)</th></tr><tr><td>Hoạt động vận tải</td><td>82,36%</td></tr><tr><td>Hoạt động thương mại</td><td>10,95%</td></tr><tr><td>Hoạt động khác</td><td>6,69%</td></tr></table>		Loại hoạt động	Tỷ trọng (%)	Hoạt động vận tải	82,36%	Hoạt động thương mại	10,95%	Hoạt động khác	6,69%				
Loại hoạt động	Tỷ trọng (%)												
Hoạt động vận tải	82,36%												
Hoạt động thương mại	10,95%												
Hoạt động khác	6,69%												
Thông tin c n b n													
Tr s	428 Nguy n T t Thành, P.18, Qu n 4, Tp. HCM												
i n tho i	(84 - 8) 3940 4271												
Fax	(84 - 08) 3940 4711												
Website	http:// www.vitranschart.com.vn												
V n i ul	400.000.000.000 ng												
n v Ki m toán	Công ty Ki m toán và K toán Hà n i												
H i ng qu n tr													
Hu nh H ng V	Ch t ch H QT												
Tr ng ình S n	Phó Ch t ch H QT												
Lê Th Lan	Thành viên H QT												
Tô T n D ng	Thành viên H QT												
Tô Th Thu Vân	Thành viên H QT												
Nguy n Minh C ng	Thành viên H QT												
Ban Giám c													
Tr ng ình S n	T ng Giám c												
Lê Th Lan	Phó T ng Giám c												
Tô T n D ng	Phó T ng Giám c												
Hu nh Nam Anh	Phó T ng Giám c												
T su t l i nhu ng p qua các n m													
<table><caption>T su t l i nhu ng p qua các n m</caption><tr><th>Nm</th><th>Doanh thu (tỷ đồng)</th><th>Tỷ suất LN gộp (%)</th></tr><tr><td>2008</td><td>~2.1</td><td>11,08%</td></tr><tr><td>2009</td><td>~1.3</td><td>14,78%</td></tr><tr><td>2010F</td><td>~1.9</td><td>24,49%</td></tr></table>		Nm	Doanh thu (tỷ đồng)	Tỷ suất LN gộp (%)	2008	~2.1	11,08%	2009	~1.3	14,78%	2010F	~1.9	24,49%
Nm	Doanh thu (tỷ đồng)	Tỷ suất LN gộp (%)											
2008	~2.1	11,08%											
2009	~1.3	14,78%											
2010F	~1.9	24,49%											

KQKD (t ng)	2008	2009	2010	T ng tr ng	2008	2009	2010
Doanh thu thu n	2.136	1.283	1.897	Doanh thu	52%	-40%	48%
Giá v n hàng bán	(1.899)	(1.093)	(1.432)	EBITDA	530%	-70%	115%
CP bán hàng & qu n lý	(95)	(78)	(118)	EBIT	128%	-51%	107%
EBITDA	1.045	309	665	LN thu n	96%	-69%	175%
Kh u hao	(668)	(126)	(285)	EPS	2%	-69%	86%
EBIT	377	183	380	T su t LN g p	11%	15%	24%
Chi phí lãi vay	(111)	(103)	(160)	EBITDA/Doanh thu	49%	24%	35%
LN tr c thu	266	80	220	EBIT/Doanh thu	80%	34%	50%
Thu TNDN	(75)	(20)	(55)				
L ích c a CDTs	-	-	-	EPS (VN)	4.794	1.502	4.133
LN sau thu	192	60	165	DPS (VN)	2.500	1.200	1.200

B ng C KT (t ng)	2008	2009	2010	Ch s tài chính	2008	2009	2010
Ti n và CKTDT	254	64	134	Kh n ng thanh toán			
ut tài chính ng n h n	-	-	-	Kh n ng TT hi n hành	0,68	0,45	0,80
Các kho n ph i thu	84	98	154	Kh n ng TT nhanh	0,61	0,34	0,62
Hàng t n kho	44	75	98				
TS ng n h n khác	77	57	43	Ch s sinh l i			
T ng TS ng n h n	459	294	429	ROE	39%	12%	27%
				ROA	8%	2%	5%
Các kho n ph i thu dài h n	-	-	-	ROIC	9%	2%	5%
TSC	2.052	2.472	3.078				
B t ng s n ut	-	-	-	Hi u qu H KD			
ut tài chính	20	-	-	S ngày ph i thu	6	13	20
TS dài h n khác	27	32	-	S ngày t n kho	9	25	25
T ng TS dài h n	2.098	2.504	3.106	S ngày ph i tr	116	186	103
T ng tài s n	2.557	2.798	3.535				
				òn b y tài chính			
N ng n h n	678	655	535	N /VCSH	3,28	4,07	3,59
N dài h n khác	1.376	1.651	2.286	N /T ng v n ut	0,88	0,94	0,85
T ng n ph i tr	2.054	2.306	2.821	Kh n ng tr lãi vay	3,40	1,78	2,38
T ng v n CSH	503	493	714	Giá tr SS (VN '000)/CP	12,58	12,32	12,06
V n i ul	400	400	592				
LN c òng thi u s	-	-	-				
T ng c ng ngu n v n	2.557	2.798	3.535				

LCTT (t ng)	2008	2009	nh giá	2008	2009	2010
LN tr c th	266	80	T i giá th tr ng	23.600	23.600	23.600
Kh u hao TSC	668	126	P/E	5,2x	15,7x	5,7x
Các kho n d phòng	5	(4)	P/B	1,9x	1,9x	1,3x
Lãi/l CLTG	18	10	EV/EBITDA	2,2x	9,3x	5,1x
Lãi/l t H ut	(253)	(70)	Su t sinh l i c t c	11%	5%	5%
Chi phí lãi vay	111	103				
LN tr c khi thay i VL	815	245	T i giá m c tiêu	32.000	32.000	32.000
			P/E	6,7x	21,3x	7,7x
Thay i VL	75	(19)	P/B	2,5x	2,6x	1,8x
Lãi vay ã tr	(89)	(92)	EV/EBITDA	2,6x	10,5x	5,6x
Thu TNDN ã n p	(47)	(33)	Su t sinh l i c t c	8%	4%	4%
Khác	(20)	(76)				
L u chuy n thu n H KD	(81)	(221)				
Mua s m TSC , XDCBDD	(1.134)	(589)				
Thanh lý TSC	247	121				
C t c c chia	10	-				
LC ti n thu n H T	(876)	(468)				
Ti n vay nh n c	930	1.064				
Ti n vay ã tr	(471)	(782)				
Chi tr c t c	(62)	(27)				
Khác	-	-				
LC ti n thu n H TC	397	256				
LC TT trong n m	255	(188)				
Ti n un m	-	254				
i u ch nh t giá ngo i t	(1)	(2)				
Ti n cu i n m	254	64				

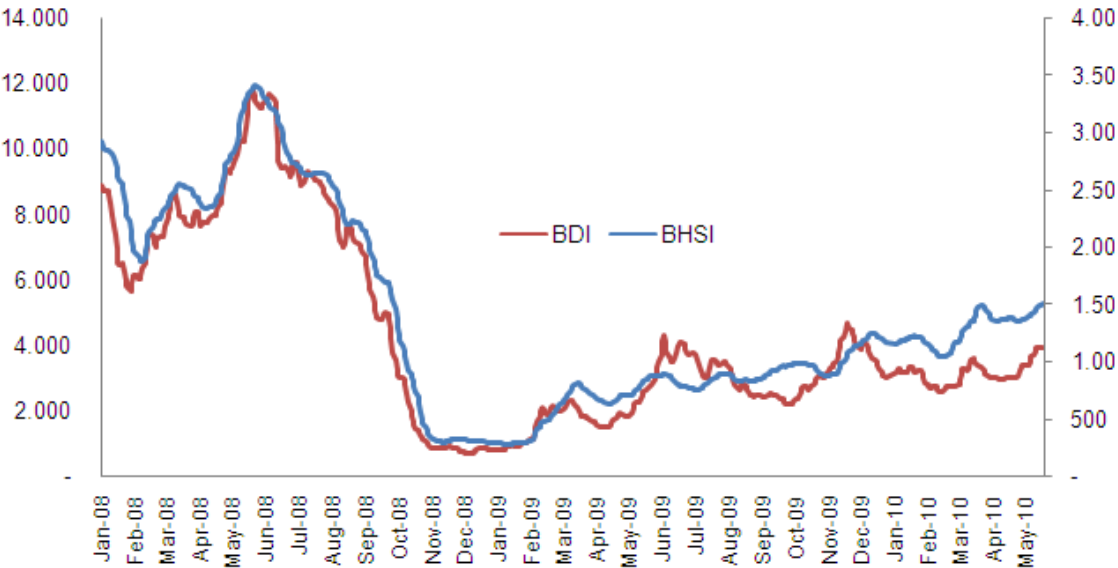
Ng u n: BCTC 2009, VCSC c tính

Ngành v nt i bi n ang trên à h i ph c song song v i chu k ph c h i c a n n kinh t

Giá c c v nt i ã v t ng ng hòa v n và ang có xu h ng t ng trong dài h n. Sau khi r i t m c nh i m là 12.000 i m vào gi a n m 2008, ch s BDI ã ch m áy t i ng ng 663 i m vào cu i n m 2008 và dao ng t i ng ng này n n a u 2009. Giá c c v nt i bi n b t u có d u h i u h i ph c t nh ng tháng cu i 2009 và h i n ch s BDI ang ng ng 4.209 i m (ngày 26/5/2010), t ng 40% so v i th i i m cu i n m 2009.

Ch s BHSI, ch s i di n cho lo i tàu Handysize (lo i tàu VST ang s d ng) ã t ng 61,5% so v i trung bình n m 2009. Cùng v i xu h ng h i ph c c a n n kinh t th gi i, c ng v i quý II và quý III th ng là mùa cao i m c a ho t ng v nt i, giá c c v nt i bi n c k v ng s t i p t c xu h ng t ng trong th i gian t i.

Hình: So sánh ch s BDI và BHSI trong giai o n t n m 2008 n tháng 5/2010



Ngu n: Bloomberg

Ch s BHSI có s h i ph c nhanh h n BDI so v i trung bình n m 2009 (61,5% so v i 20,9%).

H i n giá c c v nt i c a VST t ng trung bình kho ng 20% so v i th i i m cu i n m 2009. Giá c c v nt i c a VST c tham kh o theo ch s BHSI – giá c c v n chuy n c a lo i tàu Handysize. H i n ch s này ã t ng 61,5% so v i trung bình n m 2009 và t m c 1.502 i m. Nh v y, doanh thu quý I/2010 c a VST t 442 t ng, t ng 67% so v i quý I/2009.

Hình: Giá c c m t s tuy n ng chính c a VST trong quý 1/2010

Tuy n ng	Hàng v n chuy n	Giá c c (USD/t n)		Chênh l ch (%)
		Quý 4/2009	Quý 1/2010	
Nam M - ông Nam Á	ng	66	82	24
Nam M - Tây Phi	ng	44	55	25
Vi t Nam – Tây Phi	G o	55	60	9

Ngu n: Vitranschart

T ng tr ng xu t nh p kh u n m 2010 h tr cho ho t ng v nt i bi n trong n c. Vi t Nam là m t qu c gia n m trên b B i n ông, có ng bi n dài h n 3.200 km. V i v trí a lý thu n l i, không th ph nh n ngành v nt i bi n Vi t Nam r t giàu ti m n ng. T i n trình h i nh p Qu c t c àng làm t ng nhu c u giao th ng và là ng l c thúc y ngành v nt i

bi n phát tri n. H n 80% hàng hóa xu t nh p kh u c v n chuy n b ng ng bi n, kinh t hàng h i luôn óng vai trò quan tr ng trong c c u kinh t Vi t Nam. V i d báo t ng tr ng xu t kh u n m 2010 t 20% cùng v i v i c giá c c ang trên à h i ph c, nh v y doanh nghi p v n t i bi n hoàn toàn có kh n ng g t h i c l i nh u n t ho t ng kinh doanh chính mà không ph i tìm ngu n l i nh u n khác bù p.

Nhu c u v n chuy n hàng gia t ng trong khi ngu n cung m i tàu Handysize còn h n ch

Nhu c u v n chuy n hàng gia t ng trong khi ngu n cung m i tàu Handysize còn h n ch . N m 2008 tr v tr c, kinh t th gi i t ng tr ng m nh m , nhu c u v n chuy n hàng hóa gia t ng, h u h t các Công ty v n t i bi n u ti n hành óng tàu m i v i công su t t l n ho c “s n l ùng” tàu c nh m nâng cao n ng l c v n chuy n. Giá tàu c t i th i i m ó t ng nhanh, c bi t là nh ng tàu có tr ng t i l n, n c nh tàu có tr ng t i n 31.000 DWT v i tu i tàu là 11 tu i c bán v i giá 54 tri u USD, t ng 100% so v i th i i m h i n t i. V i quan ni m óng tàu l n v n chuy n c nhi u hàng nên h u h t các Công ty n u không mua tàu c thanh lý, u ti n hành óng tàu m i v i tr ng t i trên 35.000 DWT (lo i tàu handymax). Thông th ng th i gian óng tàu ph i t 2-3 n m. Do v y, n th i i m này h u nh các tàu óng m i ã hoàn thành, d n n l ng cung t ng t bi n i v i nh ng tàu có tr ng t i l n.

Trong khi ó, kinh t th gi i v a m i b t u vào giai o n h i ph c, l ng hàng hóa v n chuy n ch a t ng nhi u nên nh ng tàu có tr ng t i l n khó tìm c ngu n hàng c n chuyên ch h i u qu . Tàu Handysize là lo i tàu phù h p v n chuy n hàng hóa trong th i i m này, do tr ng t i không quá l n và có kh n ng v n chuy n lo i hàng hóa. ây c ng chính là nguyên nhân làm ch s BHSI có s ph c h i nhanh h n ch s BDI so v i trung bình n m 2009 (61,5% so v i 18,9%).

Hình: S I ng tàu óng m i qua các n m

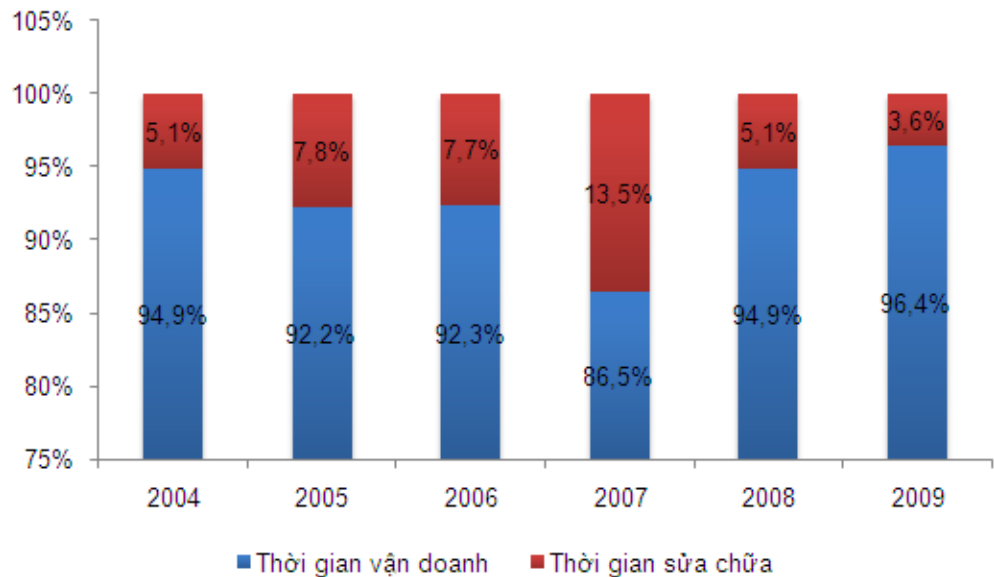
Phân lo i tàu	Tr ng t i (DWT)	2009	2010	2011	2012	C ng
Capesize	175.000 - 400.000	146	268	166	91	671
Post-panamax		54	107	111	47	319
Panamax	65.000 – 80.000	78	166	116	61	421
Handymax	35.000 – 60.000	265	343	261	88	957
Handysize	15.000 – 35.000	260	278	183	99	820
C ng		803	1.162	837	386	3.188

Ng u n: Howe Robinson and Co Ltd

L i th c nh tranh t v i c s h u i tàu tr v i n ng l c v n chuy n cao

VST s h u m t trong nh ng i tàu tr nh t Vi t Nam. V i 16 tàu có t ng tr ng t i t 317.542 DWT, i tàu VST hi n ng th 3 trong i tàu bi n qu c gia, sau Vosco (*t ng tr ng t i 545.567 DWT, tu i tàu trung bình là 16,8 tu i*) và Falcon (*t ng tr ng t i 390.635 DWT, tu i tàu trung bình là 23,9 tu i*). VST ang s h u i tàu tr nh t Vi t Nam v i tu i tàu trung bình là 13,6 tu i. Tu i tàu tr , trang thi t b k thu t h i n i c ng v i i ng thuy n vi ên nhi u kinh nghi m, VST có nhi u l i th h n trong v i c th a thu n giá c c v n t i v i các ch hàng. ng th i giúp VST ti t k i m c chi phí nhiên li u, chi phí b o d ng và gi m b t th i gian tàu lên à ch s a ch a t ó nâng cao th i gian v n doanh cho i tàu. Ch trong vòng 2 n m, th i gian v n doanh c a i tàu c c i thi n áng k , t 86,5% trong n m 2007 lên 96,4% trong n m 2009 và th i gian s a ch a tàu t 13,5% trong n m 2007 gi m còn 3,6% trong n m 2009.

Hình: Thời gian vận doanh và thời gian sửa chữa của b o d ng



Nguồn: Vitranschart

T n m 2007 n nay, Công ty ã mua c 9 tàu m i và thanh lý h t 7 tàu c ã h t kh u hao.

T p trung phân khúc tr ng t i trên 20.000 DWT giúp i tàu VST a d ng hóa c ngu n hàng v n chuy n c ng nh t i u hóa hi u qu ho t ng. Trong 16 tàu v n chuy n c a VST, có n 11 tàu có tr ng t i t 22.000 – 28.000 DWT. ãy là tr ng t i trung bình c a lo i tàu Handysize (tàu có tr ng t i t 15.000 DWT – 35.000 DWT). Lo i tàu này có kh n ng nh u h t các c ng bi n trên th gi i. T ng tr ng t i tàu trong n m 2010 c a VST t ng nh , t ng 9% so v i n m 2009 do v i c mua m i 2 tàu (t ng tr ng t i là 56.000 DWT), ng th i thanh lý 2 tàu c có n ng su t ho t ng không cao là Far East và Ph ng ông 2 (t ng tr ng t i là 30.295 DWT). i v i nh ng tàu c (trên 20 n m tu i), có tr ng t i nh (đ i 15.000 DWT) ch y u ch v n chuy n hàng bao, không v n chuy n c hàng r i ho c s t thép. Hi n th i gian b c d hàng bao trung bình t 7-10 ngày. Trong khi ó, nh ng tàu c u t m i c a VST ngoài v i c có tu i tr (kho ng 10 n m tu i) còn có tr ng t i khá l n (28.000 DWT), i u ki n chuyên ch nh i u lo i hàng hóa (t hàng bao n hàng r i). Th i gian b c d hàng r i trung bình t 4-5 ngày.

Ngoài ra, v i v i c m nh d n u t cho i tàu ã giúp i tàu c a VST rút ng n th i gian v n chuy n làm vòng quay ho t ng t ng lên, đ báo t ng 20% so v i tàu c , ng th i nâng cao s n l ng v n chuy n. Nh ó, doanh thu ho t ng v n t i ã có nh ng chuy n bi n tích c c. Nh tàu VTC Tiger c tính m i n m em l i kho ng 10 tri u USD (t ng ng 6 chuy n v n chuy n) v i gi nh ch s BHSI ng ng 1.502 i m, t ng kho ng 150% so v i tàu c . T ng v n u t tàu m i kho ng 18 tri u USD (trong ó c c u n là 82%). V i th i gian kh u hao là 12 n m, th i gian tr n vay là 8 n m, chỉ phí phát sinh t v i c u t tàu m i t ng kho ng 145% so v i tàu c . Nh v y, v i c u t tàu m i c ng góp ph n gia t ng l i nh u n t ho t ng v n t i bi n cho Công ty. Trong t ng lai, VST có k ho ch thanh lý toàn b nh ng tàu c có tr ng t i đ i 15.000 DWT và t i p t c u t tàu m i v i tr ng t i trên 20.000 DWT.

Ho t ng t khai thác tàu ch y chuy n em l i hi u qu cao

H n 80% doanh thu ho t ng v n t i bi n n t vi c t khai thác theo ph ng th c tàu chuy n. Doanh thu ho t ng v n t i n t 2 lo i hình d ch v : tàu ch y chuy n và cho thuê tàu nh h n. i v i ho t ng cho thuê tàu nh h n, ng i thuê ph i chu toàn b chi phí phát sinh cho ho t ng v n chuy n nh l ng thuy n viên, chi phí nhiên li u, c ng phí, phí b c d hàng, Thông th ng, m th p ng cho thuê tàu nh h n c ký c nh t 6-12 tháng nên ch tàu không c h ng l i nh i u khi giá c c bi n ng. Do v y, t su t l i nh u ng p th ng không cao so v i tàu t khai thác v n chuy n. Hi n t i, h u h t các công ty v n t i bi n c a Vi t Nam ang s d ng hình th c cho thuê tàu nh h n là chính nh VIP, VNA, Falcon, Vosco (cho thuê nh h n v i nh ng tàu có tr ng t i l n 50.000 DWT). Vì v y, t su t l i nh u ng p c a VST khá cao so v i các công ty trong ngành, t 14,78% trong n m 2009. N m 2010 khi n n kinh t ang tr n à h i ph c, giá c c v n t i ang có s c i thi n r r t, VST s là m t trong nh ng công ty c h ng l i nh i u nh t t ho t ng này.

Tuy nhiên, do công ty h u nh không ký k t h p ng v n chuy n dài h n nào cho i tàu t khai thác c a mình nên ph i g n h ch u m c r i ro nh t nh khi có bi n ng gi m v giá c c v n chuy n trong n m.

M ng l i các nhà môi gi i t t k t h p v i tính ch ng tìm ki m ngu n hàng m i nên t l l p y luôn trên 80%

T l l p y trên 80% nh m ng l i môi gi i hàng h i chuyên nghi p k t h p v i tính ch ng tìm ki m ngu n hàng m i. M ng l i các nhà môi gi i hàng h i thân thu c và h u hi u c a VST là c u n i cung c p nhu c u v n chuy n gi a các ch hàng v i Công ty, m b o ngu n hàng cho i tàu luôn trong tr ng thái ho t ng liên t c và t o i u ki n thu n l i khai thác hi u qu công su t v n chuy n c a i tàu. Bên c nh ó, ngoài nh ng ngu n hàng v n chuy n trong nh ng tuy n truy n th ng t Vi t Nam i Tây Phi, Trung M , Nam M , Trung ông và ông Nam Á, nh ng khu v c mà các công ty trong n c ít khai thác, VST còn ch ng tìm ki m ngu n hàng m i nh m tránh tình tr ng tàu ch y r ng cho các tuy n v n chuy n t i p theo. T l l p y trung bình c a VST luôn trên 80% trong khi nh ng công ty khác ch t 40% - 50%. Doanh thu t ho t ng v n chuy n hàng hóa ngoài Vi t Nam chỉ m n 60% t ng doanh thu ho t ng v n t i Công ty.

40% doanh thu n t ngu n hàng xu t kh u n nh. Ngu n hàng v n chuy n t Vi t Nam ch y u chuyên ch hàng l ng th c th c ph m thi t y u nh g o, ng, nông s n (u xanh, u n n h, bã u n n h, lúa mì, ...). ày là nh ng m t hàng xu t kh u ch o c a Vi t Nam nên doanh thu n t ngu n hàng v n chuy n này khá n nh. Hi n n n kinh t Vi t Nam ang trong quá trình phát tri n nên t i m n ng khai thác nh ng s n ph m này còn r t l n. Tuy nhiên, nh ng khu v c mà i tàu VST v n chuy n hàng xu t kh u t Vi t Nam sang th ng không có ngu n hàng quay tr v nên hi u qu c a v i c ch ng tìm ki m ngu n hàng m i nói trên th t s là m t l i th c a VST.

Phân tích ho t ng tài chính

2009 – M t n m khó kh n i v i ho t ng v n t i bi n

N m 2009 là m t n m y thách th c i v i các công ty ho t ng trong ngành v n t i bi n do giá c c gi m m nh. C c v n t i duy trì m c th p, d i giá thành trong m t th i gian dài làm nh i u doanh nghi p v n t i trong n c ph i “bó máy” ho c ch p nh n ch y r ng m t chi u, n u không mu n tàu n m b . VST c ng không ph i là tr ng h p ngo i l khi k ho ch kinh doanh c a Công ty ph i i u ch nh l i, t 116 t ng l i nh u n tr c thu xu ng

còn 80 t ng. K t thúc n m 2009, doanh thu và l i nhu n tr c thu c a VST t 1.283 t ng và 80,4 t ng.

Ho t ng kinh doanh chính c bù p b ng l i nhu n thanh lý tàu. Trong hai n m tr i ây, ho t ng thanh lý tàu là bi n pháp các công ty v n t i bi n c u v n k t qu ho t ng kinh doanh. VST c ng không ph i tr ng h p ngo i l khi n m 2009, VST t i n hành thanh lý 4 tàu v i l i nhu n tr c thu t kho ng 76,8 t ng, chi m t tr ng 95,5% l i nhu n tr c thu toàn Công ty. Ngoài ra, c ng nh nh ng công ty v n t i hàng r i thu c T ng Công ty Hàng H i Vi t Nam, trong n m 2009, VST c B tài chính cho phép i u ch nh th i gian kh u hao dài h n thay vì áp d ng chính sách kh u hao nhanh nh tr c ây làm kh u hao trong n m gi m 50%.

Ch s so sánh 2009	VST	VNA	Vosco	VIP	VTO	PVT
V n i u l (t ng)	400	200	1.400	598	600	2.303
Doanh thu (t ng)	1.283,17	659,38	1.939,41	1.213,14	1.165,02	1.928,91
LNST (t ng)	60,07	19,95	52,58	51,95	34,29	(16,83)
T su t LN g p (%)	14,78	5,51	6,73	7,38	23,62	7,73
T su t LN thu n (%)	4,68	3,03	2,71	4,28	2,94	-0,87
EV/EBITDA	9,34	10,54	13,48	9,47	6,22	12,48
N /V n (%)	407	222	180	159	286	190
ROE (%)	12,19	6,42	3,61	6,38	4,37	-1,14

2010 – Tri n v ng t ng tr ng nh giá c c v n t i h i ph c

K t qu kinh doanh quý I/2010 kh quan nh t so v i các doanh nghi p trong ng ành v n t i bi n v i doanh thu t ng 67% và l i nhu n sau thu t ng 148% so v i quý I/2009.

K t qu kinh doanh quý I/2010 c a VST là minh ch ng rõ ràng nh t v hi u qu ho t ng c a Công ty khi ngành v n t i trên à h i ph c. K t thúc quý I/2010, VST t 442 t doanh thu, t ng m nh 67% so v i quý I/2009. T ng tr ng doanh thu trong k c h tr b i y u t giá và l ng v i giá c c v n t i trung bình t ng 50% và s n l ng v n chuy n t ng 29% so v i quý I/2009.

T ng s n l ng v n chuy n quý I/2010 t 623.307 t n, trong ó, m t hàng g o chi m 34%, ng chi m 12%, và nông s n chi m 25% t ng s n l ng v n chuy n. M t s tuy n ng v n chuy n có giá c c t ng t b i n, nh tuy n ng t Nam M qua Tây Phi t ng n 50%, tuy n t ông Nam Á i Tây Phi t ng 60% n 70%. Nh v y, nhìn chung giá c c v n t i t ng trung bình h n 50% so v i quý I/2009.

L i nhu n tr c thu ba tháng u n m t 30 t ng (ch a tính n l i nhu n t vi c thanh lý tàu Far East), trong ó ch riêng tháng 3/2010 ã óng góp 20 t ng l i nhu n. ây là m c t ng tr ng v t b c so v i k t qu -63 t ng c a quý I/2009. Nh v y, VST ã hoàn thành c 23,75% k ho ch doanh thu và 25% k ho ch l i nhu n tr c thu. Cùng v i k v ng v s ph c h i c a giá c c v n t i cho lo i tàu Handysize trong n m 2010, chúng tôi ánh giá k t qu này không ch c ng c kh n ng hoàn thành k ho ch c a Công ty mà còn có kh n ng v t k ho ch ra.

L i nhu n t phá trong quý II và quý III/2010.

Quý II và III là mùa cao i m c a ho t ng v n t i bi n. V i v i c giá c c v n t i bi n ang có nh ng chuy n bi n tích c c, ây s là th i k g t h á i l i nhu n c a Công ty. Bên c nh ó, v i c thanh lý các tàu già tr hóa i tàu s c ng c thêm l i nhu n cho Công ty. Trong quý II, VST s ghi nh n l i nhu n t vi c thanh lý tàu Far East, v i l i nhu n c t 23 t ng. ng th i, trong tháng 6/2010, VST s t i n hành thanh lý tàu Ph ng ông 2 v i l i nhu n sau thu c t 38 t ng – và d ki n s c ghi nh n trong quý III/2010. Nh v y, d báo l i nhu n sau thu thu c t 2 quý này c t 118 t ng, v t 31% k ho ch ra trong n m 2010.

N m 2010 – N m kh i u cho chu k t ng tr ng c a VST v i doanh thu c t ng 48% và l i nh u n sau thu t ng 175% so v i n m 2009.

D a trên d báo giá c c v n t i trung bình t ng 30% và s n l ng v n chuy n 15 % so v i n m 2009, chúng tôi c tính doanh thu toàn Công ty n m 2010 t 1.896,7 t ng, t ng 48% so v i n m 2009. Trong ó, doanh thu ho t ng v n t i t 1.575,79 t ng, chỉ m 83% t ng doanh thu toàn Công ty. Doanh thu t ho t ng khác t 300 t ng.

Trong n m 2010, chi phí kh u hao, lãi vay và chênh l ch t giá d ki n t ng so v i n m 2009. Công ty có k ho ch ut thêm 2 tàu m i v i t ng v n ban u h n 752 t ng, trong ó Công ty d ki n vay 632 t ng. Chi phí lãi vay c tính 159 t ng trong n m 2010, t ng 55% so v i n m 2009. Ngoài ra, vào cu i tháng 11/2009 n nay, Ngân hàng Nhà n c ã i u ch nh t giá VND/USD t ng kho ng 5%, i u này s nh h ng nhi u n k t qu kinh doanh trong n m c a VST. Chúng tôi d báo chênh l ch t giá phát sinh do vi c ánh giá l i s d n ngo i t cu i k trong n m 2010 kho ng 40 t ng.

Trong n m 2010, Công ty d nh thanh lý 2 tàu (Far East và Ph ng ông 2), trong ó tàu Far East ã thanh lý c trong quý 1/2010 v i l i nh u n t kho ng 23 t ng. Tàu Ph ng ông 2 d ki n thanh lý trong quý 2/2010 v i l i nh u n c t 38 t ng. Chúng tôi d báo l i nh u n sau thu thu c t vi c thanh lý 2 tàu này t kho ng 61 t ng. V i nh ng gi nh trên, chúng tôi c tính l i nh u n sau thu 2010 t kho ng 165,3 t , t ng ng t ng m nh 175% so v i n m 2009. Theo ó, t su t l i nh u n r òng/doanh thu n m 2010 t 8,72% và thu nh p bình quân trên m i c phi u t m c 4.133 ng/c phi u.

C ng trong n m 2010, Công ty d ki n phát hành c phi u th ng v i t l 100:18 v i t ng s l ng d ki n phát hành 7,2 tr i u c phi u. ng th i thông qua ph ng án phát hành thêm c phi u cho c ông hi n h u v i t l 10:3, giá phát hành 10.000 ng/c phi u, s l ng phát hành 12 tr i u c phi u tài tr cho d án mua hai tàu m i nói trên.

M c giá m c tiêu 32.000 ng theo ph ng pháp EV/EBITDA

Chúng tôi s d ng ph ng pháp P/E và EV/EBITDA nh giá c phi u VST v i P/E và EV/EBITDA c tham chi u t trung bình ngành c a khu v c Châu Á. V i gi nh l i nh u n n m 2010 c a các công ty trong khu v c t ng 15%, giá m c tiêu c a VST vào kho ng:

Mô hình nh giá	Trung bình ngành	Chỉ t kh u	Giá
P/E	9,59	15%	33.699
EV/EBITDA	7,42	15%	32.276

V i giá tham chi u là 23.600 ng/c phi u, VST c giao d ch v i m c giá th p h n giá m c tiêu kho ng 36%. T i m c giá này, ch s EV/EBITDA 2010 c a VST là 4,9x, th p h n so v i các doanh nghi p trong ngành ang niêm y t, làm t ng tính h p d n cho quy t nh ut vào Vitranschart.

Khuy n ngh

Các DN trong ngành v n t i bi n ã v t qua c th i k khó kh n nh t c a mình và ang có nh ng c h i m i cho vi c t ng tr ng khi n n kinh t h i ph c. H u h t các c phi u c a các ngành khác ã l y l i c à t ng tr ng trong khi c phi u ngành v n t i bi n suy gi m sâu nh t v n ang trong giai o n h i ph c. Ch s BHSI hi n t m c 1.502 i m, t ng 61,5% so v i trung bình n m 2009 là m t trong nh ng tín hi u kh quan cho th y s ph c h i c a ho t ng v n t i th gi i.

V i l i th s h u i tàu tr , n ng l c v n chuy n cao cùng v i uy tín và thâm niên h n 30 n m kinh nghi m, Vitranschart có n ng l c t ng t c khi n n kinh t h i ph c. K t qu kinh doanh quý I là minh ch ng rõ ràng nh t v hi u qu ho t ng c a Công ty. D báo l i nh u n sau thu quý II/2010 t 49 t ng, trong ó có 23 t nt vi c thanh lý tàu Far East. Ngoài

ra, theo d báo c a chúng tôi trong tháng 6/2010, Công ty s ti n h ành thanh lý tàu Ph ãng òng 2 v ì l ìnhu n c t 38 t ãng. Kho n l ìnhu n này s c ghi nh ãn trong quý III. Nh v y, d báo l ìnhu n sau thu ãn m 2010 t 165 t , t ãng 175% so v ì ãn m 2009.

H ãn t ãi, h u h t các c phí u ngành v ãn t ãi b ãn có s t ãng tr ãng nh t ãnh trong th ãi gian qua. C phí u VST m c ãu h ãu qu h o t ãng t t ãnh t so v ãi các công ty tr ên s ãn nh ãng v ãn ch ã l y l ãi c ã t ãng tr ãng. V ãi giá th tr ãng 23.600 ãng/c phí u, VST ãng giao ãch v ãi m c EV/EBITDA là 4,9x và th p h ãn giá m c tiêu kho ãng 36%. B ên c ãnh ó, chúng tôi ã s ã ãng ph ãng pháp NAV ãnh giá ãi tàu c ã Công ty ãnh là m t ph ãng pháp tham kh o. NAV ãi tàu c t 30.000 ãng/c phí u, cao h ãn so v ãi m c giá h ãn t ãi là 27%. Do v y, chúng tôi khuy ãn ãnh ãnh ãut có th mua tích l y ãn t ãi m c giá này cho m c ích ãut trung h ãn.

Ph I c 1: Xác nh giá tr i tàu theo ph ng pháp NAV

Chúng tôi s d ng ph ng pháp tính giá tr tài s n ròng (NAV) nh giá i tàu c a Công ty. Chúng tôi ã tham kh o v i ban lãnh o Công ty c ng nh ch s Simpson Spence Young và trang web www.timaraya.com xác nh giá th tr ng c a i tàu t i th i i m ngày 31/3/2010. Theo Simpson Spence Young, tr ng t i tàu Handysize trung bình vào kho ng 25.000 – 35.000 DWT nên giá tàu th hi n trên trang web này là giá c a nh ng tàu có tr ng t i trung bình. i tàu Vitranschart, ngo i tr 2 tàu Vi t Nam (Vi n ông 3 và Vi n ông 5) và 3 tàu Ph ng ông 1, 2, 3 c mua t Anh có tr ng t i nh (15.136 DWT), nh ng tàu còn l i u có tr ng t i t 22.000 – 25.000. Do v y, chúng tôi tham kh o 2 ch s trên xác nh giá th tr ng c a nh ng tàu còn l i trong i tàu c a VST.

Mô hình nh giá không tính n giá tr c a 2 tàu (Vi n ông 3, Vi n ông 5). i v i tàu VTC Phoenix do là tàu c mua t i Vi t Nam (n m óng 2008, t ng tr ng t i 22.500 DWT) nên chúng tôi c tính m c giá kho ng 12 tri u USD. Ba tàu Ph ng ông 1,2, 3 do tr ng t i nh (15.136 DWT, n m óng 1986) nên chúng tôi tham kh o giá bán tàu Far East xác nh giá th tr ng c a 3 tàu này.

Giá th tr ng c a i tàu (tri u USD)	192
Giá th tr ng c a i tàu (t ng) – T giá 19.000 VN /USD (1)	3.651
Giá tr s sách c a i tàu (2) (t ng)	2.741
L i nhu n ánh giá l i giá tr i tàu (1-2) (*)	683
V n ch s h u (t ng)	512
Giá tr tài s n ròng (t ng)	1.195
S l ng c phi u	40.000.000
NAV/c phi u (VN)	29.865

(*) chúng tôi ã chi t kh u 25% khi tính giá tr t ng thêm khi ánh giá l i i tàu.

Ph I c 2: So sánh v i m t s Công ty v n t i b i n trên th gi i

Ch tiêu	VST	Rig Tenders	Jutha Maritime	Aboitiz Transpor	China Ship-H	MISC BHD	Trung bình
Qu c gia	Vi t Nam	Indonesia	Thái Lan	Philippines	Hong Kong	Malaysia	
V n TT (tri u USD)	52	50,9	15,8	62,1	5.191,5	12.179,6	
EV/EBITDA trailing	9,34	3,90	6,39	3,88	4,91	10,24	7,42
ROE	12,19	3,29	24,25	1,84	28,64	13,07	15,24
ROA	2,15	2,04	7,28	0,92	20,04	8,50	7,77
P/E	15,71	7,19	8,16	5,18	30,62	15,81	9,59
P/B	1,92	0,76	0,83	0,55	1,52	1,79	1,28

Ngu n: Bloomberg

(*) ch s EV/EBITDA c a VST tính trong n m 2009.

Ph I c 3: So sánh v i m t s Công ty trong ngành

Ch tiêu	VST	VIP	VTO	VNA	PVT	Vosco
V n i u l (t ng)	400	598	600	200	2.303	1.400
Giá (ng) 26/5/2010	23.600	20.300	12.700	25.700	14.800	19.350
V n hóa th tr ng (t ng)	944	1.214	762	514	3.409	2.709
Doanh thu 2009	1.283,17	1.213,14	1.165,02	659,38	1.928,91	1.939,41
LNST 2009	60,07	51,95	34,29	19,95	(16,83)	52,58
T su t LN g p (%)	14,78	7,38	23,62	5,51	7,73	6,73
T su t LN thu n (%)	4,68	4,28	2,94	3,03	-0,87	2,71
N /V n (%)	407	159	286	190	222	180
P/E 2009 (x)	15,71	23,37	22,22	24,66	N/A	49,26
P/B 2009 (x)	1,92	1,49	0,97	1,65	2,31	1,86
ROA 2009 (%)	2,15%	2,33%	1,04%	1,86%	-0,26%	1,13%
ROE 2009 (%)	12,19%	6,38%	4,37%	6,42%	-1,14%	3,61%
EV/EBITDA (*)	9,15	9,18	6,11	10,32	12,08	13,17
LNST 2010F (**)	164,43	64,53	47,19	30,00	-	80,44
P/E 2010 (VCSC)	5,71	18,82	16,15	17,13	-	33,68

Ngu n: VCSC t ng h p

(*) Ch s EV/EBITDA c s d ng trong so sánh nh giá v i các Công ty v n t i trong ngành, nh m ngo i tr nh h ng c a chính sách kh u hao khác nhau m i doanh nghi p. Ch s EV/EBITDA 2010 c a VST t i m c giá tham chí u là 4,9x, th p h n so v i các doanh nghi p trong ngành ang niêm y t, làm t ng tính h p d n cho quy t nh u t vào Vitranschart.

(**) L i nh u n sau thu n m 2010 c a VST theo c tính c a VCSC, l i nh u n các công ty còn l i d a theo l i nh u n k ho ch.

Ph I c 4: Danh sách i tàu c a VST tính n h t tháng 4/2010

Stt	Tên tàu	N m óng	N i óng	GRT	NRT	DWT
1	Ph ng ông 1	1986	Anh	8.996	6.239	15.136
2	Ph ng ông 2	1986	Anh	8.996	6.239	15.120
3	Ph ng ông 3	1986	Anh	8.996	6.239	15.136
4	Vi n ông 3	2004	Vi t Nam	4.143	2.850	6.500
5	Vi n ông 5	2006	Vi t Nam	4.143	2.850	6.500
6	VTC Light	1995	Nh t	13.865	7.738	21.964
7	VTC Globe	1995	Nh t	14.436	8.741	23.726
8	VTC Sky	1997	Nh t	14.743	7.920	24.260
9	VTC Star	1990	Nh t	13.705	7.738	22.273
10	VTC Dragon	2007	Vi t Nam	12.560	6.058	22.500
11	VTC Sun	1996	Nh t	14.734	7.920	23.581
12	VTC Planet	1993	Nh t	13.706	7.738	22.176
13	VTC Ocean	1999	Philippines	14.762	23.492	23.492
14	VTC Phoenix	2008	Vi t Nam	12.560	6.058	22.500
15	VTC ACE	1996	Nh t	15.354	8.111	24.157
16	VTC Tiger	1999	Nh t	-	-	28.666

Ngu n: VST

GRT (Gross Register Tonnage): t ng dung tích ng ký

NRT (Net Register Tonnage): dung tích ng ký thu n

DWT: tr ng t i toàn ph n

NH NGH A CÁC KHUY N NGH	
MUA	<ul style="list-style-type: none">C phí u c chúng tôi ánh giá cao. K v ng l i nhu n u t t 20%/n m ho c h n, v ít r i ro gi m giá.
N M GI	<ul style="list-style-type: none">C phí u theo chúng tôi ã c nh giá h p lý. K v ng l i nhu n u t t d i 20%/n m nh ng r i ro gi m giá không cao.
BÁN	<ul style="list-style-type: none">C phí u không c chúng tôi ánh giá cao. K v ng l i nhu n u t th p v i nhi u r i ro gi m giá.

L CH S KHUY N NGH			
Ngày	Khuy n ngh	Giá óng c a	Giá m c tiêu

KHUY N CÁO

Báo cáo này c vi t và phát hành b i Công ty C ph n Ch ng khoán B n Vi t. Báo cáo này c vi t d a trên ngu n thông tin áng tin c y vào th i i m công b . Công ty C ph n Ch ng khoán B n Vi t không ch u trách nhi m v chính xác c a nh ng thông tin này. Quan i m, d báo và nh ng c l ng trong báo cáo này ch th hi n ý ki n c a tác gi t i th i i m phát hành. Nh ng quan i m này không th hi n quan i m chung c a Công ty C ph n Ch ng khoán B n Vi t và có th thay i mà không c n thông báo tr c. Báo cáo này ch nh m m c ích cung c p thông tin cho các t ch c u t c ng nh các nhà u t cá nhân c a Công ty c ph n ch ng khoán B n Vi t và không mang tính ch t m i chào mua hay bán b t k ch ng khoán nào c th o lu n trong báo cáo này. Quy t nh c a nhà u t nên d a vào nh ng s t v n c l p và thích h p v i tình hình tài chính c ng nh m c tiêu u t riêng bi t. Báo cáo này không c phép sao chép, tái t o, phát hành và phân ph i v i b t k m c ích nào n u không c s ch p thu n b ng v n b n c a Công ty C ph n Ch ng khoán B n Vi t. Xin vui lòng ghi rõ ngu n trích d n n u s d ng các thông tin trong báo cáo này.