

MCK: VST (HSX)

CTCP VẬN TẢI VÀ THUÊ TÀU BIỂN VIỆT NAM

MUA TRUNG HẠN

ĐỊNH GIÁ 31.000 VND

Chuyên viên : Vũ Hoàng Việt

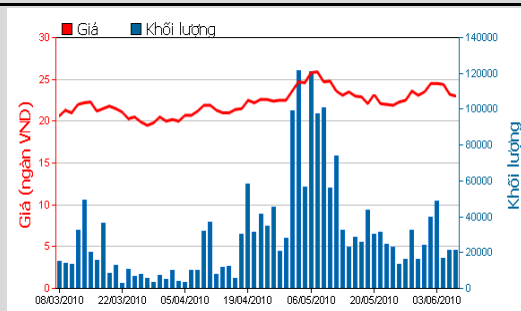
Email: viet.vh@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 348

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (ngày 08/05/10) (VND)	23.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	27.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	14.500
Số CP đang lưu hành	40.000.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	924
Trailing P/E (2009) (x)	15,3
Forward P/E (2010) (x)	6,5
P/BV (BV 31/03/10) (x)	1,8

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	Q1/2010	2010 KH	2010F
DT	1.283	434	1.773	1.856
LNTT	80	31	120	186
LNST	60	25	90	142
VĐL	400	400		592
TTS	2.799	2.805		3.413
VCSH	478	512		626
ROA (%)	2,1%			4,2%
ROE (%)	12,2%			22,4%
EPS (VND)	998			2.768
GTSS (VND)	11.951	12.800		15.647
Tỷ lệ cổ tức (%)	-		-	15%

Nguồn: BCTC VST

VẬN TẢI BIỂN

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, EPS 2010 được dự báo sẽ vào khoảng 2.768 đồng (sau phát hành), tương đương mức P/E forward 6,5 lần. Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của cổ phiếu VST tại thời điểm này xoay quanh mức 31.000 đồng (tương đương mức vốn hóa 1.240 tỷ). So với mức giá 23.000 đồng giá tham chiếu ngày 09/06/2010, cổ phiếu VST đang được giao dịch thấp hơn mức giá hợp lý 25,8%. Như vậy, VST hoàn toàn thích hợp để cân nhắc mua vào đối với đầu tư trung dài hạn.

Hoạt động vận tải có nhiều triển vọng phục hồi và tăng trưởng. Từ đầu 2009, nhu cầu và giá cước vận tải trên thị trường thế giới đang trong quá trình hồi phục sau khủng hoảng và vẫn tiếp tục xu hướng tăng khá ổn định trong 2010. Điều này được thể hiện rõ nét qua diễn biến của chỉ số BDI (đối với ngành vận tải chung) và BHSI (đối với các loại tàu Handysize). Tính từ đầu 2010 đến nay, hai chỉ số này đã lần lượt tăng gần 40% và 32%. Có sự tương quan khá chặt chẽ với hai chỉ số này, giá cước vận chuyển bình quân các tuyến vận tải của VST cũng đã tăng thêm 20% - 25% so với cuối 2009. Giá cước bình quân trong 2010 sẽ khó tăng đột biến, nhưng mức tăng bình quân 25% - 35% là hoàn toàn khả thi.

Yếu tố tăng trưởng nội tại đến từ năng lực lớn và khả năng cạnh tranh cao của đội tàu. Đội tàu VST gồm 16 chiếc với tổng năng lực vận tải lớn nhất nhì trong ngành. Hai tàu mới đầu tư trong 2010 đi vào hoạt động sẽ góp phần tăng năng lực lên ít nhất 18%. Đến hết tháng 04/2010, tổng sản lượng vận chuyển của VST đã đạt 717 nghìn tấn/ kế hoạch 2.100 nghìn tấn. Kết quả trên chưa bao gồm sự đóng góp của 2 tàu mới. Có thể nói con số kế hoạch đặt ra từ đầu năm là khá khiêm tốn và việc vượt kế hoạch sản lượng hoàn toàn khả thi.

Hơn nữa, nhờ chiến lược trẻ hóa đội tàu bằng cách song song thực hiện thanh lý tàu cũ và đầu tư thêm tàu mới hàng năm, độ tuổi tàu ở mức thấp làm tăng khả năng cạnh tranh của VST trên thị trường thế giới. Ngoài khả năng cạnh tranh tăng, đội tàu "trẻ" cũng giúp VST tiết kiệm các chi phí liên quan như nhiên liệu, sửa chữa và nhờ đó, hiệu suất sử dụng tàu đều tăng trong mấy năm gần đây. Trong 2009, bất chấp tình hình khó khăn, đội tàu của VST gần như không có thời gian chạy tàu trống. Hiện tại, Công ty đã ký kết hợp đồng vận chuyển đến hết tháng 07/2010. Thị trường hoạt động trong 2010 sẽ được mở rộng với các tuyến vận tải mới. Cụ thể là tuyến vận tải Đông Nam Á – Bắc Mỹ, Úc sẽ được đưa vào đẩy mạnh trong 2010 sau bước đầu thử nghiệm đã thu được những kết quả tích cực.

Nguồn thu nhập khác từ hoạt động thanh lý tàu cũ: nhờ chiến lược khấu hao nhanh trong giai đoạn "thịnh vượng" của ngành vận tải biển 2006, 2007; hiện tại trong đội tàu của VST có 6 tàu đã hết khấu hao. Đây sẽ là những nguồn thu đáng kể cho VST trong 2010 và những năm tới khi theo kế hoạch, mỗi năm sẽ có 2 tàu được thanh lý. Trong 2010, LNTT từ thanh lý hai tàu sẽ vào khoảng 60 tỷ.

Rủi ro: cơ hội tăng trưởng tất yếu đi kèm với những rủi ro. Bên cạnh những rủi ro đặc thù của ngành như vấn đề tỷ giá, biến động giá nguyên liệu, nhu cầu vận tải nói chung. Phần lớn tàu mới đều được tài trợ 80% bằng nợ vay ngân hàng, do đó, áp lực trả nợ vay cũng như lãi vay là không nhỏ qua các năm.

Một bất lợi đáng lưu ý đối với VST là, con số lợi nhuận 2010 sẽ chịu ảnh hưởng khá lớn từ việc không còn được phép hạch toán giảm 50% chi phí khấu hao như 2009 đặc biệt trong hoàn cảnh Công ty đã đầu tư tàu với giá cao trong 2008 cũng như hai tàu mới trong năm nay.

CTCP Vận tải và thuê tàu biển Việt Nam

428 Nguyễn Tất Thành, P.18, Q.4,

Tp. Hồ Chí Minh.

ĐT: (84 – 8) 3940.4271

Fax: (84 – 8) 3940.4711

Website: www.vitranschart.com.vn

Thành lập: Năm 1984**Cổ phần hóa:** Năm 2007**Quản trị - Điều hành**

Tên	Chức vụ
Huỳnh Hồng Vũ	CT. HĐQT
Trương Đình Sơn	PCT. HĐQT
Lê Thị Lan	TV. HĐQT
Tô Tấn Dũng	TV. HĐQT
Tô Thị Thu Vân	TV. HĐQT
Nguyễn Minh Cường	TV. HĐQT

Đội tàu hiện tại

Ship	DWT	Năm đóng	Tuổi
VTC Tiger	28.666	1998	12
VTC ACE	24.157	1996	14
VTC Phoenix	22.762	2009	1
VTC Ocean	23.492	1999	11
VTC Planet	22.176	1993	17
VTC Sun	23.581	1996	14
VTC Dragon	22.500	2007	3
VTC Sky	24.260	1997	13
VTC Light	21.964	1995	15
VTC Globe	23.826	1995	15
VTC Star	22.273	1990	20
Phuong Dong 1	15.136	1986	24 (*)
Phuong Dong 2	15.120	1986	24 (*)
Phuong Dong 3	15.147	1986	24 (*)
Vien Dong 3	6.523	2004	6
Vien Dong 5	6.058	2005	5
317.641			13,6

(*) Các tàu đã hết khấu hao

Vitranschart (VST) ra đời trên cơ sở hợp nhất Công ty vận tải và thuê tàu biển Transchart và Công ty vận tải biển Sovosco vào 1984. Vào 2007, Vitranschart tiến hành cổ phần hóa và niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán tp. HCM sau đó hơn 1 năm với mức vốn điều lệ 400 tỷ đồng, trong đó phần vốn do cổ đông nhà nước nắm giữ là 51% và không đổi cho đến nay.

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Hoạt động kinh doanh của VST bao gồm vận tải biển hàng khô – gạo, đường, nông sản,... hoạt động thương mại các loại nguyên liệu clinker, thạch cao cho ngành xi măng và các hoạt động dịch vụ khác như sửa chữa bảo dưỡng, đại lý tàu biển, kho bãi và cung ứng thuyền viên.

Vận tải biển: là hoạt động truyền thống và mang tính cốt lõi của VST từ khi được thành lập. Tổng sản lượng vận chuyển trong 2009 đạt hơn 2 triệu tấn, bao gồm các loại nhu yếu phẩm như gạo, đường, nông sản và một số sản phẩm khác như clinker, quặng, thép,... Tỷ trọng đóng góp của hoạt động này trong DT và LNG 2009 là 82% và 67%. Giá cước vận tải bình quân của VST trong 2009 đã giảm 40% - 45% so với 2008. Điều này khiến doanh thu từ mảng vận tải sụt giảm đến 41% dù sản lượng vận chuyển tăng 18% so với 2008 và vượt 11% so với kế hoạch đặt ra.

Trong 2009, nhận định giá tàu đã xuống mức thấp, VST đã đầu tư thêm đóng mới tàu VTC Phoenix (tải trọng 22.762 DWT, chi phí khoảng 18 triệu USD) và mua thêm tàu VTC ACE (24.157 DWT, 13 triệu USD). Đầu 2010, với việc nhận bàn giao tàu VTC Tiger (28.666 DWT, 17 triệu USD) đội tàu của VST hiện đang gồm 16 chiếc với tổng tải trọng 317.542 DWT. Hiện VST đang thực hiện các bước đàm phán để mua thêm một tàu, trọng tải khoảng 24.000 DWT.

Chiến lược trẻ hóa đội tàu được thực hiện bằng cách thanh lý hàng năm các tàu cũ và đầu tư thêm tàu. Thanh lý các tàu cũ bên cạnh mang lại một nguồn thu đáng kể còn giúp tăng khả năng cạnh tranh của đội tàu VST khi độ tuổi trung bình của đội tàu VST được hạ xuống thấp. Nhờ đội tàu trẻ, một điểm nổi bật của so với các DN trong ngành là hệ số sử dụng tàu cao và được cải thiện tốt hơn qua các năm. Cụ thể, trong 2009, thời gian vận doanh tăng từ 94,9% (2008) lên 96,4% (2009), thời gian sửa chữa giảm tương ứng từ 5,1% còn 3,6%.

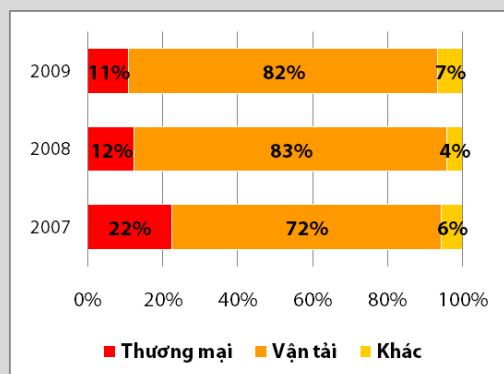
Thương mại: nguồn thu từ hoạt động này chiếm khoảng 11% DT và 8% LNG 2009. Bao gồm các hoạt động TM mua bán clinker, thạch cao, quặng, kim loại... Trong đó các nguyên vật liệu cho ngành xi măng chiếm đến 75%. Công ty thường chỉ thực hiện khi nhận được đơn đặt hàng của các khách hàng truyền thống. Doanh số thương mại 2009 chỉ bằng 53% 2008 nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp trong 2009 tăng khá mạnh, lên 17% từ 12% của 2008.

Hoạt động khác: bao gồm nguồn thu từ các dịch vụ Đại lý tàu biển, cung ứng thuyền viên, sửa chữa và bảo dưỡng tàu... DT từ đây chỉ chiếm tỷ lệ 9% trong DT 2009.

Chi phí

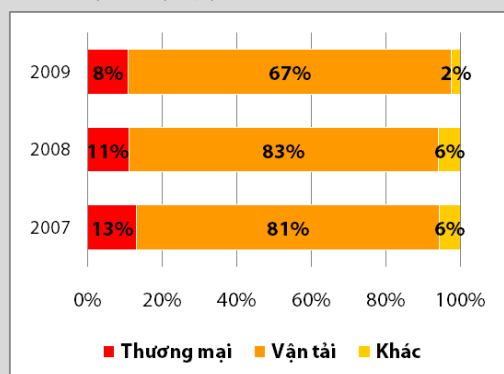
Đối với hoạt động vận tải, chiếm tỷ trọng cao nhất là chi phí nhiên liệu (các loại dầu DO, FO, dầu nhớt), Trong 2009, giá dầu tăng đáng kể so với 2008 nên dẫn đến cơ cấu chi phí nhiên liệu tăng lên gần 30% GVHB so với 19,6% của 2008. Chi phí giá vốn cho hoạt động thương mại chiếm 30%. Kế đó là chi phí nhân công với 15%. Chi phí khấu hao trong 2009 chỉ chiếm 11%, giảm mạnh so với 35% của 2008 nhờ quyết định cho phép giảm 50% chi phí khấu hao của Bộ Tài

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: BCTC VST

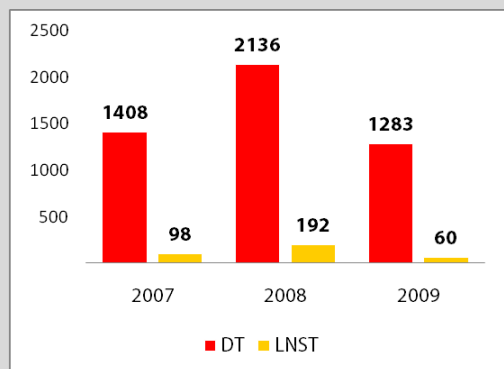
Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: BCTC VST

Doanh và Lợi nhuận qua các năm

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: BTC VST

Chính trong bối cảnh khó khăn 2009.

Với hai tàu mới được đầu tư trong 2009 và hai tàu tiếp theo trong 2010, cùng với không được phép giảm chi phí khấu hao, tỷ trọng chi phí khấu hao trong cơ cấu giá vốn của VST trong 2010 chắc chắn sẽ cao hơn.

Vị thế công ty

Vitraschart hiện đang là công ty vận tải có đội tàu lớn nhất nhì trong ngành xét về quy mô tổng trọng tải đội tàu (317.641 DWT) cũng như số lượng tàu (16 tàu). Xét về "độ trẻ" của tàu, VST cũng đứng thứ hai trong ngành với độ tuổi trung bình 13,6 tuổi.

60% doanh thu VST đến từ các tuyến vận tải quốc tế. Nhờ năng lực vận chuyển lớn và các tàu còn mới, VST có lợi thế trong cạnh tranh khai thác các tuyến đường dài và khó (từ Đông Nam Á sang Nam Mỹ, Châu Phi), các tuyến mà ít có doanh nghiệp trong nước nào có khả năng cạnh tranh. Ngoài ra, mối quan hệ tốt với các nhà môi giới hàng hải Quốc Tế được xây dựng qua nhiều năm hoạt động trong ngành cũng giúp VST có khả năng tìm kiếm nguồn hàng vận chuyển cho các chuyến về từ cảng nước ngoài. Điều này giúp nâng cao hiệu suất sử dụng tàu của Công ty.

Tiềm năng tăng trưởng

Vào tháng 05/2010, năng lực vận tải của Công ty tăng khoảng 10% với sự tiếp nhận và đưa vào khai thác tàu VTC Tiger. Ngoài ra, tiếp tục định hướng trẻ hóa đội tàu, VST đang tiến hành đàm phán đầu tư thêm một tàu có trọng tải khoảng 24.000 DWT. Nếu thông suốt, tàu sẽ được giao trong quý 03/2010. Như vậy, sơ bộ có thể ước tính tổng năng lực vận tải trong 2010 của VST sẽ tăng hơn 18% so với đầu 2009.

Trong 2010, nhu cầu vận tải đường biển thế giới và trong nước được dự báo sẽ tiếp tục đà tăng trưởng cùng với sự phục hồi của kinh tế toàn cầu sau khủng hoảng. Với khả năng tìm kiếm các nguồn hàng vận chuyển trên các tuyến Quốc Tế, cùng với năng lực vận chuyển được nâng cao, sản lượng vận chuyển của Công ty trong 2010 được ước tính sẽ tăng trưởng khoảng 15% - 18%.

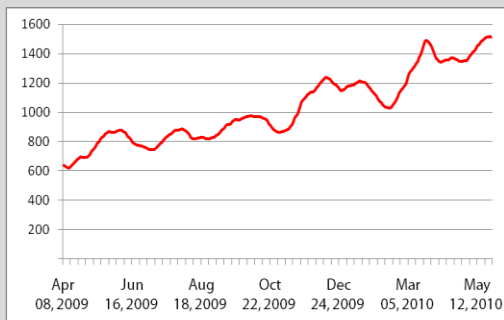
Bên cạnh sự lạc quan từ sản lượng, vấn đề giá cước cũng mang đến nhiều kỳ vọng cho sự tăng trưởng của VST trong 2010. Hầu hết các tàu của VST thuộc loại Handysize do đó giá cước vận tải của VST có thể được tham chiếu theo chỉ số Baltic Handysize Index (BHSI). Từ đầu năm đến nay, chỉ số BHSI đã tăng 30% so với mức cuối cùng của 2009. Cũng như vậy, giá cước vận tải của VST hiện nay cũng đã phục hồi được hơn 20% so với giai đoạn cuối 2009. Đặc biệt, có một số tuyến vận tải giá cước đã phục hồi được hơn 30%.

Rủi ro kinh doanh

Rủi ro đặc thù của VST là rủi ro về biến động giá nguyên liệu khi chi phí nguyên liệu chiếm hơn 30% trong cơ cấu chi phí hàng năm. Cạnh đó là rủi ro về biến động tỷ giá khi hầu hết các nguồn thu và chi của VST đều là ngoại tệ. Bất kỳ sự biến động của giá nhiên liệu và tỷ giá cũng sẽ ảnh hưởng đáng kể đến kết quả hoạt động của VST.

Ngoài rủi ro đặc thù, trong 2010, không chỉ riêng VST mà các công ty vận tải biển và xuất nhập khẩu (XNK) nói chung còn phải đối mặt với khả năng nhu cầu XNK sụt giảm tại một số thị trường như Châu Âu, Nhật trước nguy cơ khủng hoảng nợ công khiến chi tiêu, đầu tư các nước này bị thắt chặt. Mức độ ảnh hưởng đến đầu chỉ có thể rõ ràng hơn qua các con số thống kê trong thời gian tới.

Chỉ số BHSI từ 04/2009



Nguồn: Capital link

Diễn biến giá dầu

Đvt: USD/thùng



Nguồn: Reuters

Khả năng sinh lời

	2008	2009	Q1/10
LN Gộp/DT	11,1%	14,8%	20,5%
LN HKKD/DT	6,6%	8,7%	7,5%
LNST/DT	9,0%	4,7%	5,9%
ROA	7,5%	2,1%	-
ROE	38,1%	12,2%	-

Nguồn: BCTC VST

Cấu trúc tài chính

	2008	2009	Q1/10
Cấu trúc tài sản			
Phải thu/TTS	1,7%	2,7%	2,9%
TSCĐ/TTS	70,4%	87,9%	87,1%
ĐTTC dài hạn/TTS	0,8%	0,0%	0,0%
Cấu trúc vốn			
Tổng nợ/TTS	80,3%	82,4%	81,7%
Nợ vay/TTS	64,7%	71,7%	69,5%

Tình hình tài chính

Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động

Năm 2008 là năm cực kỳ khó khăn của ngành vận tải biển nói chung dưới tác động của suy thoái kinh tế khiến hoạt động thương mại toàn cầu giảm sút. Giá cước vận tải hàng rời lao dốc trong nửa sau 2008 và âm ảm trong giai đoạn đầu 2009, giá cước có lúc đã giảm đến 90%. Hoạt động kinh doanh của VST cũng không nằm ngoài xu thế đó. Các chỉ tiêu doanh thu và lợi nhuận đều giảm trong 2009, DT 2009 giảm gần 40% trong khi LNST giảm 69%. Sản lượng vận chuyển trong 2009 vẫn có mức tăng trưởng 11% so với 2008, tuy nhiên giá cước vận tải của VST lại giảm 40% - 45%. Mức giảm giá chỉ khoảng hơn 40% của VST được đánh giá là "nhẹ nhàng" hơn rất nhiều so với tình hình chung, một phần nhờ hầu hết các tàu của VST đều thuộc loại Handysize khi sụt giảm nặng nhất của ngành nằm tại nhóm tàu Capramax.

Sụt giảm trong DT và LNST nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp (LNG) trong 2009 lại tăng lên 14,8% từ 11,1% của 2008. Sự cải thiện này đến từ các yếu tố: (1) Chi phí nhiên liệu chiếm tỷ trọng lớn, 35% trong cơ cấu giá vốn 2009. Giá dầu bình quân 2009 vào khoảng 60 USD/thùng, thấp hơn 37% so với mức bình quân 2009 - 95,6 USD/thùng. (2) Chi phí khấu hao đội tàu giảm mạnh từ 668 tỷ (2008) xuống còn 126 tỷ (2009), tỷ trọng trong giá vốn cũng giảm từ 30% các năm còn 11% trong 2009 do VST hạch toán giảm 50% chi phí khấu hao theo sự cho phép của Bộ Tài Chính (công văn 17274/BTC-TCĐN ngày 10/12/2009).

Đà suy giảm của ngành vận tải biển chấm dứt vào đầu 2009. Sự phục hồi trở nên rõ nét hơn khi dần về cuối năm. VST bắt đầu có lãi lại từ Q2 khi tình hình nhu cầu XNK cũng như giá cước phục hồi. Đặc biệt trong 2009, nguồn thu từ hoạt động thanh lý tàu góp phần rất đáng kể giúp con số LNST 60,1 tỷ. Trong 2009, VST đã thanh lý hai tàu dầu PMT1, PMT2 (04/2009), tàu Viễn Đông 1 (11/2009) và Hawk One (12/2009). Doanh thu và lợi nhuận đều giảm sút khiến các chỉ số sinh lợi ROE và ROA đều sụt giảm nghiêm trọng trong 2009.

Sang 2010, có thể nói khủng hoảng đã ở lại sau lưng các DN vận tải biển, trong đó có VST. Kết quả kinh doanh Q1 đã cho thấy điều này với DT và LNST đạt 434,1 tỷ và 24,9 tỷ, tăng mạnh so với cùng kỳ 2009 (258 tỷ DT và -63,5 tỷ LNST). Tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2010 cũng có sự cải thiện rất tốt, đạt gần 20% so với 14,8% của 2009. Báo cáo Q1/2010 cho thấy VST chưa hạch toán nguồn thu từ thanh lý tàu Far East, giá bán đã thực hiện trong hợp đồng là hơn 31 tỷ.

Cấu trúc tài chính

Như một đặc thù của ngành vận tải biển, tỷ lệ sử dụng nợ rất cao. Tính đến hết 2009, 87% tổng tài sản của VST được tài trợ từ nợ. Trong đó có đến 87% là vay ngân hàng, tương đương 71,7% tổng tài sản. So sánh với các doanh nghiệp trong ngành như VNA (nợ/TTS là 55%), VIP (58%), VTO (68%),... VST là doanh nghiệp có tỷ lệ vay cao nhất ngành. Các tỷ lệ này đều tăng qua các năm do VST thường tìm kiếm nguồn vốn hoạt động đầu tư tàu từ vay ngân hàng. Tỷ lệ sử dụng nợ cao, trong đó vay ngoại tệ chiếm tỷ lệ lớn khiến chi phí lãi vay cũng như chi phí tài chính trở thành một gánh nặng của VST trong các năm qua.

Gia tăng sử dụng nợ qua các năm cũng là nguyên nhân khiến các tỷ số thanh toán của VST xấu đi. Đến cuối 2009, tất cả các tỷ số thanh toán của VST đều ở mức dưới 0,5. Đây có thể trở thành một trở ngại gây khó khăn cho Công ty khi tiếp cận nguồn vốn vay mới theo kế hoạch đầu tư 2010 - tổng nhu cầu vốn vào khoảng 680 tỷ, trong đó vốn tự có 120 tỷ (từ phát hành thêm), vốn vay 560 tỷ. Tuy nhiên, kế hoạch tăng vốn trong 2010 sẽ phần nào giúp cải thiện các hệ số thanh khoản trên.

Nguồn: BCTC VST

Dự phóng – Định giá**Dự phóng**

Năm 2010, kế hoạch Công ty đặt ra đối với tổng DT là 1.772,7 tỷ. Chúng tôi cho rằng VST hoàn toàn có thể vượt được mức này với những ước tính về doanh thu từ mảng vận tải, thương mại và dịch vụ khác.

Đối với hoạt động vận tải, dựa trên cơ sở về năng lực và nhu cầu đều có những dấu hiệu giữ nguyên đà tăng trong 2010, chúng tôi cho rằng sản lượng thực hiện trong 2010 có thể vượt kế hoạch khoảng 12%, tương đương tăng trưởng gần 15%. Xét những diễn biến giá cước vận tải trong 5 tháng đầu năm, chúng tôi dự báo mức giá cước bình quân cả 2010 có thể tăng 22% - 25%. Như vậy, DT từ hoạt động vận tải cả năm 2010 sẽ đạt khoảng hơn 1.500 tỷ, tăng hơn 40% so với 2009. Cạnh đó, hoạt động dịch vụ sẽ ổn định và mảng thương mại sẽ cải thiện hơn từ 5% - 7%. Trên cơ sở những ước tính trên, tổng DT của Công ty trong 2010 sẽ đạt khoảng 1.900 tỷ, vượt 7% kế hoạch và tăng 48% so với 2009.

Trong cơ cấu giá vốn 2010, chi phí nhiên liệu bình quân trong năm dự kiến tăng khoảng 28% so với 2009, chiếm 34% giá vốn. Chi phí khấu hao sẽ tăng mạnh, một phần do VST phải trở về phương pháp hạch toán khấu hao như thông thường, một phần vì các tàu VST mới đầu tư trong hai năm gần đây. Tuy vậy, chúng tôi dự báo sự tăng trưởng trong DT sẽ đủ để bù đắp sự gia tăng trong giá vốn, nhờ đó, tỷ suất lợi nhuận gộp trong 2010 sẽ cải thiện đáng kể - khoảng 19%.

Chi phí tài chính tiếp tục sẽ là gánh nặng của VST khi bên cạnh tỷ lệ nợ/tổng tài sản hiện nay đã là 87%, VST có kế hoạch vay thêm khoảng 560 tỷ từ hệ thống ngân hàng nhằm tài trợ cho các hoạt động đầu tư. Gia tăng sử dụng nợ, điều tất yếu là chi phí tài chính sẽ cao hơn, chúng tôi ước tính chi phí lãi vay trong 2010 sẽ khoảng 133 tỷ.

Theo kế hoạch, VST sẽ thanh lý hai tàu Far East và Phương Đông 2 trong năm nay. Nguồn thu dự tính khoảng gần 60 tỷ tỷ trong năm sau và sẽ là sự hỗ trợ rất đáng kể cho hoạt động chính của VST, ngoài ra, điều này cũng giúp tăng khả năng cạnh tranh của VST xét về tiêu chuẩn tuổi đời tàu.

Trên cơ sở những dự phóng trên, lợi nhuận sau thuế trong 2010 của VST sẽ vào khoảng 142 tỷ, tương đương mức EPS bình quân khoảng 2.768 đồng, giá trị sổ sách cuối năm dự kiến khoảng 15.647 đồng.

Về cơ cấu tài sản, chúng tôi cho rằng VST sẽ thành công trong việc vay thêm 560 tỷ nợ dài hạn. Dù sẽ phải vay một khoản khá lớn như đã đề cập, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ/tổng tài sản của VST trong 2010 sẽ không thay đổi nhiều so với 2009 nhờ sự tăng lên trong vốn điều lệ - từ 400 tỷ lên 592 tỷ (cổ phiếu thưởng tỷ lệ 100:18 và phát hành thêm 12 triệu theo mệnh giá).

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và P/BV để định giá VST với P/E và P/BV được tham chiếu từ trung bình ngành. Trailing P/E và P/B của ngành hiện nay khoảng 13,9 và 1,5. Các chỉ số trailing P/E; P/B của ngành vận tải biển ở mức cao trong bối cảnh 2009 khó khăn của ngành cho thấy sự kỳ vọng của thị trường về triển vọng phục hồi kể từ 2010 trở đi. Cần nhắc thêm một số yếu tố vĩ mô trong nước và thế giới hiện nay, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi sử dụng hai hệ số P/E và P/B với một tỷ lệ chiết khấu 20- 25%.

Tổng hợp P/E và P/B một số DN trong ngành

Mã	Vốn hóa	P/E trailing	P/B
GMD	3.182,5	9,9	1,3
SFI	257,8	7,7	1,6
VFC	227,7	17,4	0,8
VFR	220,5	15,4	1,1
VIP	1.178,2	22,4	1,4
VNA	394,0	19,7	1,3
VST	924,0	15,4	1,9
VTO	977,4	22,2	1,2
VSC	974,4	6,2	2,3
VNL	155,0	6,5	1,3
	8.491,6	13,9	1,5

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	35.434	60%	21.261
P/BV	24.482	40%	9.793
Giá bình quân		100%	31.053

SƠ LƯỢC NGÀNH VẬN TẢI BIỂN**Những nét chính trong 2009**

Ngành vận tải biển, dịch vụ cảng và logistics khởi năm 2009 trong xu thế đi xuống chung của ngành từ giữa 2008. Từ khoảng cuối quý 01/2009, cùng với sự phục hồi của kinh tế thế giới, ngành vận tải biển Việt Nam cũng đã có những dấu hiệu phục hồi ngày càng rõ nét hơn cho đến nay.

Trong 2009, sản lượng hàng hóa trung chuyển qua hệ thống cảng biển Việt Nam đã tăng khá so với năm 2008. Cụ thể, sản lượng hàng đạt trên 251 triệu tấn, tăng 28% so với 2008. Trong đó chủ yếu là hàng khô với tổng sản lượng trên 126 triệu tấn, tăng khoảng 44% so với cùng kỳ, hàng container đạt trên 5.539 triệu TEUs, hàng lỏng đạt trên 42,5 triệu tấn. Về vận tải biển, trong 2009, đội tàu mang quốc tịch Việt Nam vận chuyển được khoảng 81 triệu tấn, tăng 17% so với 2008.

Năng lực tiếp nhận các tàu trọng tải lớn của các doanh nghiệp khai thác cảng tại Việt Nam cũng được đánh dấu một bước phát triển đáng kể vào ngày 03/06/2009, cảng nước sâu Tân Cảng, Cái Mép (Bà Rịa Vũng Tàu) và Sài Gòn – PSA (Cái Mép – Thị Vải) đã lần lượt tiếp nhận thành công tàu container MOL Premium có trọng tải lớn nhất từ trước đến nay cập cảng Việt Nam (dài 300m, trọng tải 73.000 DWT, sức chở 6.350 TEUs) và tàu APL Denver (sức chở 4.250 TEUs).

Triển vọng trong 2010

Tiềm năng của ngành vận tải biển và các dịch vụ hỗ trợ của Việt Nam trong quá trình kinh tế phục hồi và phát triển còn rất lớn, trong đó có sự đóng góp mạnh mẽ của hoạt động xuất nhập khẩu (80% - 90% hàng hóa vận chuyển của Việt Nam được thực hiện bằng đường biển). Mục tiêu tăng trưởng kinh tế 2010 được xác định ở mức 6,5%; kim ngạch xuất khẩu được đặt mục tiêu đạt 60 tỷ USD và nhập khẩu không vượt quá 20% XK - 72 tỷ USD. Nhu cầu đối với các loại hàng tiêu dùng như dệt may, giấy dép, thủy sản và dầu thô vốn chiếm tỷ trọng lớn (gần 50%) trong cơ cấu ngành hàng xuất khẩu của Việt Nam sẽ có mức tăng trong nhu cầu rất tốt khi kinh tế phục hồi.

Trong năm 2010, ngành vận tải sẽ tiếp tục trên đà đi lên tuy nhiên sẽ có sự phân hóa về tốc độ phục hồi giữa các mảng. Yếu tố quan trọng nhất là diễn biến giá cước bên cạnh sự phục hồi mang tính ổn định của nhu cầu vận chuyển. Trong đó, giá cước vận tải hàng rời có khả năng duy trì đà tăng hay không sẽ phụ thuộc vào nhu cầu vận tải quặng sắt (chiếm tỷ trọng lớn trong vận tải hàng rời trên thế giới) của các nước nhập khẩu lớn, đặc biệt là Trung Quốc nhằm đáp ứng cho nhu cầu rất cao của một nền kinh tế đang tăng trưởng mạnh. Sự phục hồi giá cước vận tải container sẽ tiếp tục tuy nhiên sẽ phải đối mặt với trở ngại là nguồn cung năng lực vận chuyển đang vượt cầu.

Bảng thống kê tóm tắt số liệu kinh doanh các doanh nghiệp tiêu biểu

Đv: tỷ đồng

Mã	Market Cap (tỷ) (31/05/10)	DT 2009 (tỷ)	LNST 2009 (tỷ)	EPS (VND) 4Q	BV 31/03/10	Trailing P/E	P/BV 31/03/10	Quý 1/2010			
								DT (tỷ)	%KH	LNST(tỷ)	%KH
GMD	3.634	3.634	1.772	6.802	52.013	9,9	1,3	409,4	-	32,5	-
VIP	1.280	1.280	1.213	878	13.612	22,4	1,4	334	22,9%	9,4	13,3%
VSC	1.029	1.029	458	12.974	35.143	6,2	2,3	121,6	25,3%	36,7	34,4%
VTO	1.009	1.009	1.165	553	9.879	22,2	1,2	342,5	30,2%	18,0	28,6%
VNL	164	164	226	2.903	14.356	6,5	1,3	64,9	26,0%	4,6	22%
VNA	394	659	20	998	15541	19,7	1,3	245	25,8%	13,5	45%

PHỤ LỤC

	2007	2008	2009	2010E
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu	1.408	2.136	1.283	1.856
Lợi nhuận HĐKD	181	141	112	264
Lợi nhuận trước thuế	101	266	80	186
Lợi nhuận sau thuế	98	192	60	142
EBIT	166	377	183	320
EBITDA	345	1.045	309	610
Bảng cân đối kế toán				
Tiền mặt	106	254	64	136
Tài sản ngắn hạn	487	205	230	315
Tài sản cố định	1.048	1.804	2.463	2.827
Tổng tài sản	2.197	2.557	2.798	3.413
Tổng nợ vay	1.145	1.653	2.006	2.456
Tổng nợ	1.714	2.054	2.306	2.780
Vốn chủ sở hữu	449	482	478	626
Tốc độ tăng trưởng				
Doanh thu	-25,3%	51,6%	-39,9%	44,6%
Lợi nhuận trước thuế	153,6%	163,6%	-69,8%	132,1%
Lợi nhuận sau thuế	187,4%	96,3%	-68,7%	136,0%
Tổng tài sản	57,4%	16,4%	9,4%	22,0%
Vốn chủ sở hữu	11,2%	4,2%	-2,1%	30,9%
Khả năng sinh lợi				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	18,3%	11,1%	14,8%	19,1%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	7,2%	12,5%	6,3%	10,1%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	6,9%	9,0%	4,7%	7,6%
ROA	4,4%	7,5%	2,1%	4,2%
ROE	20,2%	38,1%	12,2%	22,4%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay Tổng tài sản	0,6	0,8	0,5	0,5
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	2,9	4,2	2,6	2,9
Vòng quay các khoản phải thu	3,5	25,5	13,0	12,8
Vòng quay hàng tồn kho	16,8	42,9	14,7	14,3
Vòng quay các khoản phải trả	2,0	4,9	4,0	5,1
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	0,71	0,68	0,45	0,72
Khả năng thanh toán nhanh	0,63	0,61	0,34	0,55
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,13	0,37	0,10	0,22
Cấu trúc vốn				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	382,1%	426,0%	482,3%	444,2%
Nợ vay / Tổng tài sản	52,1%	64,7%	71,7%	71,9%
Tổng nợ / Tổng tài sản	78,0%	80,3%	82,4%	81,5%

PHÒNG NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH



Ngày 08/06/2010
VIỆT

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2010.