

**BÁO CÁO NGÀNH**  
**VẬN TẢI**  
**- VẬN TẢI BIỂN -**

**Chuyên viên:**  
**Vũ Hoàng Việt**

**Email: viet.vh@vdsc.com.vn**

**ĐT: 08 6296 2006 – Ext 348**

**TỔNG QUAN**

Sau thời kỳ sụt giảm kéo dài, ngành vận tải biển toàn cầu bước vào giai đoạn hồi phục từ Q2/2009. Tuy nhiên, vài tháng trở lại đây, sự hồi phục này cho thấy tính không bền vững, “vụ mùa” và khá “nhạy cảm” với các đơn hàng xuất nhập khẩu nguyên liệu thô từ Trung Quốc vốn chịu ảnh hưởng bởi các chính sách điều tiết nền kinh tế của chính phủ nước này. Chính vì thế, tình hình ngành trong ngắn hạn trở nên khó dự báo. Rủi ro tăng lên trong bối cảnh hồi phục chậm chạp, zíc zắc khiến ngành chưa thật sự hấp dẫn.

Trong thời gian tới, vấn đề cốt lõi mà ngành cần giải quyết là sự mất cân đối trong cung – cầu năng lực vận tải, vì độ trễ trong hoạt động đẩy mạnh đầu tư của giai đoạn thịnh vượng (2007-2008). Theo thống kê của Maersk Brokers, tổng trọng tải tàu đã được giao trong nửa đầu 2010 là 34,8 triệu tấn, khoảng 55 triệu tấn sẽ được giao tiếp trong nửa cuối năm. Trong 2011, Maersk dự báo sẽ có gần 120 triệu tấn trọng tải tiếp tục được giao. Tuy nhiên, với triển vọng phục hồi kinh tế ở mức khá khả quan qua các con số dự báo tăng trưởng của IMF (Thế giới: 2010 – 4,6% và 2011 – 4,3%; Mỹ 3,3% và 2,9%; Châu Âu 1% và 1,3%; Trung Quốc 10,5% và 9,6%). Chúng tôi cho rằng ngành vận tải biển sẽ bắt đầu đón nhận những màu sắc tươi sáng hơn từ cuối năm 2011.

Trước những khó khăn chung đó, các doanh nghiệp trong ngành hiện đang cố gắng duy trì hoạt động để tạo nguồn thu – hầu như chỉ vừa đủ bù đắp chi phí, trong đó có gánh nặng về chi phí lãi vay do tỷ lệ sử dụng nợ cao. Việc thanh lý tàu cũ để giải quyết dòng tiền ngắn hạn diễn ra phổ biến. Ngoài ra, các doanh nghiệp vận tải tại Việt Nam còn phải chịu các khoản lỗ tài chính do VND trượt giá trên cơ sở định giá lại các khoản vay ngoại tệ dài hạn.

Các yếu tố bất lợi này đã phản ánh khá mạnh vào giá cổ phiếu các công ty niêm yết trên sàn. Hiện nay, giá cổ phiếu ngành vận tải biển đã sụt giảm từ 30 – 60% kể từ đỉnh điểm đầu tháng 5, chênh lệch lớn so với sự sụt giảm 20% của Vn-Index. Rủi ro ngành có vẻ đã được chiết khấu đáng kể vào giá cổ phiếu. Chính vì thế, mặc dù khả năng phục hồi ngắn hạn không rõ ràng, nhà đầu tư dài hạn có thể quan sát cơ hội tham gia vào các công ty có sức cạnh tranh tốt, hiệu quả khai thác đội tàu cao, đầu tư tàu hợp lý, chỉ số P/BV xoay quanh 1 – 1,3 lần (tuy nhiên cần loại trừ các doanh nghiệp đầu tư lớn đội tàu thời điểm giá cao).

**NỘI DUNG CHÍNH****PHẦN 1: NGÀNH VẬN TẢI BIỂN THIẾ GIỚI**

**Vận tải hàng rời:** Diễn biến trong ngắn hạn có sự tương quan chặt với nhu cầu xuất nhập khẩu các loại nguyên liệu thô của Trung Quốc nên không ổn định. Tình trạng mất cân đối cung cầu năng lực vận tải là nguyên nhân cốt lõi cần được giải quyết.

**Vận tải hàng lỏng:** Vấn đề cung vượt cầu không là nỗi lo quá lớn của vận tải hàng lỏng so với hàng rời do tiêu chuẩn khắt khe hơn đối với các tàu hàng lỏng, vận hành trên các tuyến quốc tế từ 2010. Giá cước sụt giảm nhẹ hơn so với vận tải hàng rời. Phân khúc này có khả năng sẽ diễn biến chậm theo giá và nhu cầu sử dụng dầu.

**Vận tải hàng container:** Giá cước biến động tích cực, tuy nhiên, không do nhu cầu vận tải tăng mà do cung vận tải thiếu hụt và chi phí nhiên liệu của tàu container tăng.

**PHẦN 2: NGÀNH VẬN TẢI BIỂN VIỆT NAM VÀ MỘT SỐ DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TIÊU BIỂU****Tình hình chung của ngành và các doanh nghiệp vận tải biển trong nước**

Nỗ lực đầu tư đội tàu trong những năm gần đây chưa mang lại hiệu quả về khả năng cạnh tranh.

Tỷ lệ sử dụng nợ vay ngoại tệ cao khiến các doanh nghiệp dễ bị “tổn thương” từ các biến động về tỷ giá và lãi vay.

Trong bối cảnh khó khăn hiện nay, hoạt động kinh doanh chính hầu như chỉ bù đắp đủ chi phí hoặc lời khiêm tốn.

Các doanh nghiệp đều đẩy mạnh việc thanh lý tàu cũ để giải quyết dòng tiền ngắn hạn.

**Một số doanh nghiệp vận tải biển niêm yết tiêu biểu:**

Vinaship (VNA)

Vitranschart (VST)

Vosco (VOS)

Vipco (VIP)

Vitaco (VTO)

**NGÀNH VẬN TẢI BIỂN THẾ GIỚI****Vận tải hàng rời**

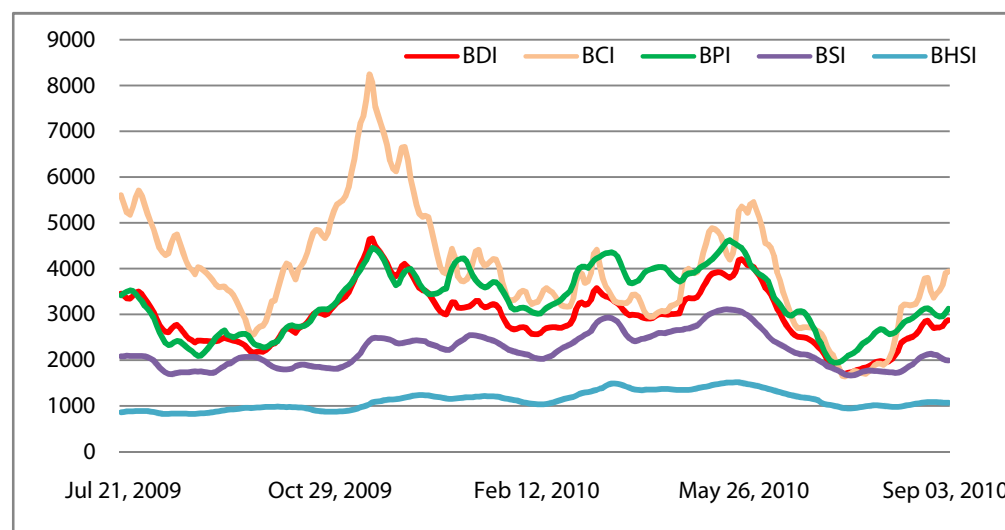
Sau giai đoạn đầy khó khăn của ngành trong nửa cuối 2008 – BDI giảm đến hơn 90% từ giữa tháng 05/2008 đến 11/2008 và tiếp tục duy trì ở mức thấp đến cuối năm. Dấu hiệu phục hồi xuất hiện vào cuối năm 2008. Sau đó, cả năm 2009 là khoảng thời gian ngành vận tải hàng rời bước vào giai đoạn phục hồi đầy gặp ghềnh trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế toàn cầu từng bước ở lại phía sau.

Loại hàng hóa được xem là đối tượng vận chuyển chính của hoạt động vận tải biển là quặng sắt (phục vụ cho ngành công nghiệp thép) và than đá (nhiên liệu đốt). Trong các cỡ tàu, loại tàu Capesize (trọng tải > 134.000 DWT) vận chuyển 50% - 60% sản lượng là quặng sắt trong khi tỷ lệ này đối với loại tàu Panamax (59.000 DWT – 89.000 DWT) là 30% đối với quặng sắt và 30% đối với than. Có thể nói sự “tấp nập” của các tuyến vận chuyển hàng rời bằng đường biển phần lớn phụ thuộc nhiều vào hoạt động giao thương các loại nguyên liệu thô trên.

Nhu cầu nguyên liệu tăng nhanh sau khủng hoảng là động lực chính cho sự phục hồi của hoạt động vận tải biển trong 2009. Trong đó, vai trò của Trung Quốc là đặc biệt quan trọng với nhu cầu sử dụng quặng và năng lượng rất lớn để phục vụ cho nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng vẫn được duy trì như nằm ngoài ảnh hưởng của khủng hoảng toàn cầu.

Theo thống kê, sản lượng nhập khẩu quặng sắt của Trung Quốc trong 2009 đạt tổng cộng 628 triệu tấn, tăng 41,6% so với năm trước đó. Sự bùng nổ của thị trường bất động sản (BDS) khiến ngành công nghiệp sản xuất thép của nước này tăng trưởng mạnh từ giữa 2009. Kết thúc 2009, tổng sản lượng sản xuất thép của Trung Quốc đạt 567 triệu tấn, tăng hơn 13% trong khi sản lượng cả thế giới lại sụt giảm 8,6%.

Như vậy, trong hơn 1 năm trở lại đây, ngành vận tải biển toàn cầu chịu ảnh hưởng rất nhiều từ chính sách xuất nhập khẩu (XNK) của Trung Quốc. Và cũng chính điều này đã trực tiếp dẫn đến những diễn biến sụt giảm mạnh của ngành trong vài tháng qua.



Nguồn: Baltic Exchange

**Con đường phục hồi gặp ghềnh của ngành vận tải biển hàng rời trong 2009.**

**Trung Quốc có vai trò đặc biệt trong sự phục hồi của hoạt động vận tải biển.**

**Chuỗi giảm điểm liên tiếp dài nhất trong vòng 15 năm (34 ngày liên tiếp từ 27/05/2010) của BDI đưa chỉ số này chạm mức thấp nhất trong vòng 1 năm gần đây.**

**Trong 25 năm gần đây, chỉ có 3 đợt suy giảm liên tiếp kéo dài của BDI.**

**Lần 1: năm 1995, BDI giảm 27,5% trong 48 phiên.**

**Lần 2: năm 2001, BDI giảm 30,9% trong 36 phiên và năm 2005, BDI giảm 37,6% trong 29 phiên.**

**Lần vừa qua, BDI giảm 60% trong 35 phiên liên tiếp.**

**Nguyên nhân là sự chững lại của hoạt động nhập khẩu nguyên liệu thô của Trung Quốc.**

Đà phục hồi của chỉ số BDI trở nên yếu dần từ tháng 03/2010. Sau khi đỉnh đầu tiên của 2010 được thiết lập vào ngày 26/05 tại 4.209 điểm, chuỗi 35 ngày liên tiếp sụt giảm mạnh sau đó đã đưa BDI xuống mức thấp nhất trong vòng 1 năm (1.700 điểm). Như vậy, BDI đã sụt giảm 2.509 điểm, tương đương gần 60%. Trong đó, sụt giảm mạnh nhất là tại cỡ tàu Capesize (3.717 điểm ~ 69%), sau đó là Panamax (2.421 điểm ~ 8,15%), Supramax (1.370 điểm ~ 45%) và cỡ tàu Handysize có mức sụt giảm nhẹ nhất (558 điểm ~ 37%).

Hoạt động xuất nhập khẩu quặng sắt và than đá của Trung Quốc chững lại từ sau tháng 03/2010 là nguyên nhân của sự đi xuống của hoạt động vận tải hàng rời. Có nhiều lý do dẫn đến sự cắt giảm trong nhập khẩu quặng của Trung Quốc:

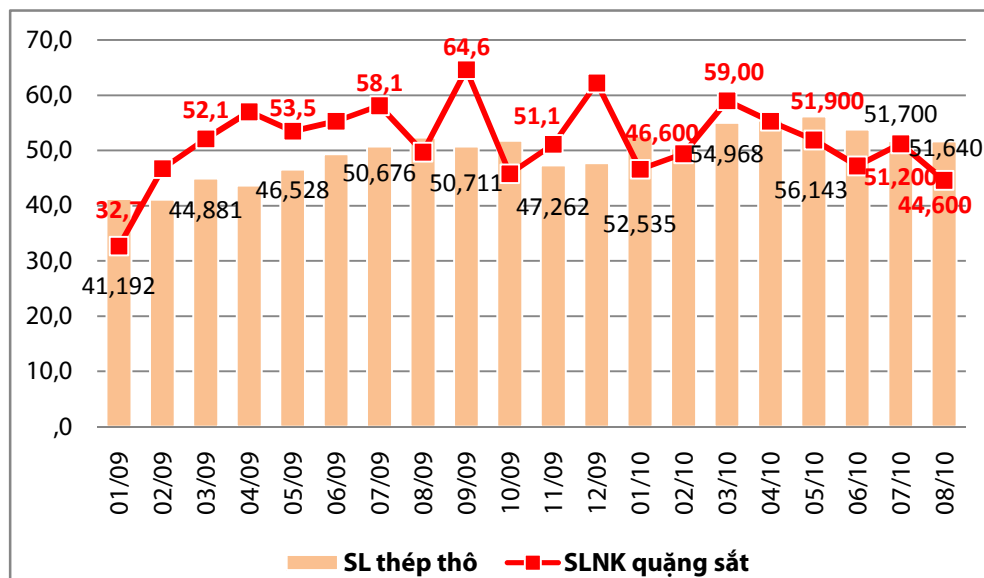
Trong 03 tháng đầu 2010, Trung Quốc đã nhập khẩu một lượng lớn quặng sắt (155 triệu tấn). Đặc biệt, sản lượng nhập khẩu quặng trong tháng 03/2010 của Trung Quốc lên đến 59 triệu tấn, tăng mạnh 19,5% so với tháng 02 và tương đương 113,5% so với cùng kỳ năm trước.

Sau đó, hoạt động nhập khẩu quặng suy giảm dưới tác động của nhiều yếu tố như: nỗi lo "bong bóng vỡ" của thị trường BĐS, những chính sách của Chính phủ Trung Quốc nhằm hạn chế sự tăng trưởng quá nóng của nền kinh tế. Nhu cầu hạ thấp khiến giá thép giảm, sức tiêu thụ chậm khiến các nhà máy luyện thép phải giảm công suất và tác động tiêu cực đến nhu cầu nhập khẩu quặng.

Sản lượng nhập khẩu quặng giảm, trong khi sản lượng nhập khẩu loại nguyên liệu thô có vai trò quan trọng thứ 2 là than đá cũng liên tục đi xuống từ đầu năm. Nhu cầu giảm trong khi cung năng lực vận chuyển vẫn tăng tạo ra một áp lực không nhỏ lên giá cước, nhất là các nhóm tàu Capesize và Panamax là 2 nhóm sụt giảm nặng nhất.

#### **Sản lượng sản xuất thép thô và nhập khẩu quặng sắt của Trung Quốc từ đầu 2009**

(đvt: triệu tấn)



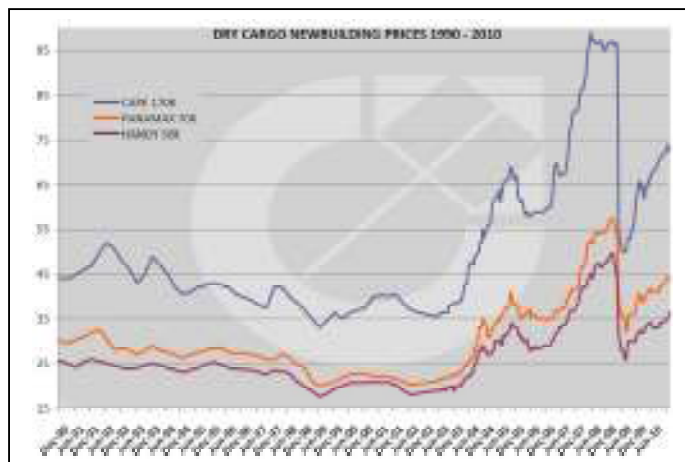
Nguồn: WSA

Nhập khẩu quặng sụt giảm là nguyên nhân dễ nhận thấy nhất dẫn đến sự sụt giảm của ngành trong tháng vừa qua. Tuy nhiên, đó có thể chỉ là phần nổi của tảng băng trôi. Phần chìm nằm tại sự bất cân đối trong cung cầu năng lực vận chuyển và vấn đề giảm nhập khẩu của Trung Quốc chỉ là ngòi nổ góp phần làm tình hình trở nên tệ hơn trong đợt suy giảm từ tháng 05 đến 07/2010 vừa qua.

**Vấn đề cốt lõi mà ngành đang đối mặt là sự mất cân đối trong cung cầu**

## Diễn biến chi phí đóng mới các tàu hàng khô

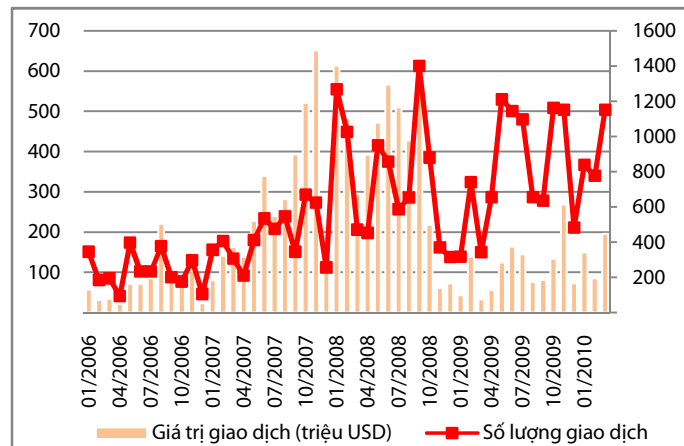
đvt: triệu USD



Nguồn: Cotzias

## Giao dịch mua bán tàu hàng khô

Đvt: triệu USD



Nguồn: Imarex

**Sự chênh lệch giữa cung và cầu năng lực vận chuyển là nguyên nhân chính của vấn đề.**

Như đã biết, thời kỳ thịnh vượng nhất của vận tải biển là giai đoạn 2007 – 2008, vào lúc đó nhu cầu vận chuyển và giá cước tăng trưởng với tốc độ rất mạnh. Từ đó, “bong bóng” ngành dần được hình thành, hoạt động mua bán tàu diễn ra cực kỳ tấp nập đẩy giá tàu tăng cao. Các công ty vận tải đua nhau đầu tư thêm tàu mới với kỳ vọng vào sự tăng trưởng quá nóng của ngành.

Cuộc khủng hoảng tài chính bất ngờ xảy ra mang đến những ảnh hưởng nặng nề trực tiếp lên hoạt động giao thương và gián tiếp lên hoạt động vận tải từ giữa 2008 cho đến nay. Thông thường, mất một khoảng thời gian 2 năm để các đơn hàng đóng tàu được hoàn tất. Như vậy, thời điểm giao tàu của những đơn hàng trong giai đoạn thịnh vượng nhất sẽ được giao từ 2010, thậm chí kéo dài đến 2014.

Những đơn đặt hàng thành công trong thời gian đó lại trở thành gánh nặng của các công ty, đặc biệt là những công ty sử dụng tỷ trọng vốn vay lớn trong nguồn tài trợ. Áp lực nặng nhất đè lên phân khúc tàu cỡ lớn Capesize. Sau đây là vài con số sơ bộ cho ta thấy được sự nghiêm trọng của vấn đề. Trong tháng 07/2010, có 58 tàu Capesize đưa vào hoạt động, tổng trọng tải đội tàu Capesize toàn cầu tính đến 23/07/2010 gồm 1.581 tàu với 282 triệu tấn trọng tải. Tổng số tàu Capesize đang hoạt động là 991 tàu (173,4 triệu tấn) trong khi 1 tháng trước là 944 tàu (165 triệu tấn). Cũng trong tháng 07, có thêm 12 đơn đặt đóng mới và 28 tàu mới được giao. Hiện tại, trên toàn cầu vẫn đang có 470 tàu đang chờ được đóng, 94 tàu được dự định giao trong 2010, 254 tàu trong 2011 và tương ứng trong 2012 đến 2014 là 122 tàu (theo Cotzias).

Thị trường vận tải đang có những dấu hiệu phục hồi tuy nhiên sự phục hồi được đánh giá chưa bền vững khi chỉ nhờ vào một số yếu tố như sự gia tăng trong nhu cầu nhập khẩu ngũ cốc trên toàn cầu, hoặc nhu cầu nhập khẩu quặng sắt và than đá của Châu Á và quan trọng vẫn là Trung Quốc.

Chúng tôi muốn đề cập đến một trong những lý do quan trọng của sự đảo chiều gần đây của BDI là sản lượng nhập khẩu than và quặng sắt của Trung Quốc tăng, phục vụ cho nhu cầu sử dụng năng lượng và công nghiệp của nước này. Ngoài ra, yếu tố mùa vụ cũng đóng vai trò quan trọng khi giai đoạn này hàng năm là giai đoạn nhu cầu chất đốt tại Trung Quốc tăng cao trước mùa đông. Thống kê cho thấy sản lượng nhập khẩu than đá của

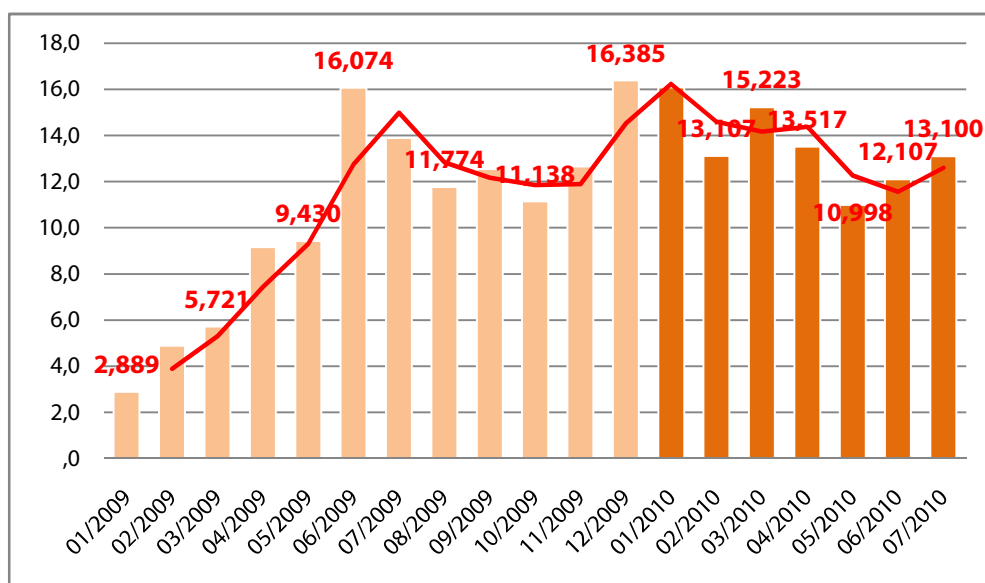
**Tăng trưởng trong nhu cầu nhập khẩu than đá Trung Quốc (chủ yếu là than nhiệt phục vụ cho ngành công nghiệp năng lượng) là động lực chính cho sự đảo chiều của ngành.**

Trung Quốc đã tăng trở lại sau 2 tháng 04 và 05 giảm mạnh. Sự giảm mạnh được cho là vì tình hình khô hạn ở phía Tây Nam Trung Quốc cải thiện đáng kể, kéo theo sự gia tăng trong sản lượng điện từ thủy điện.

Trong tháng 07, sản lượng nhập khẩu quặng sắt của Trung Quốc đã cho thấy sự đảo chiều sau 3 tháng giảm liên tiếp với mức tăng mạnh 8,5% so với tháng 06 trước đó. Thị trường thép Trung Quốc được cải thiện về giá bán và tâm lý chung là yếu tố đem lại điều tích cực. Tuy nhiên, dấu hỏi về sự tăng lên của giá thép do yếu tố đầu cơ hay nhu cầu thực sự vẫn còn đó. Vấn đề càng đáng lo hơn với chính sách hạn chế mức năng lượng điện sử dụng của các nhà máy thép của Trung Quốc. Sản lượng sản xuất chắc chắn sẽ giảm và qua đó, ảnh hưởng mạnh đến nhu cầu quặng sắt – một trong những yếu tố có vai trò cơ bản đối với triển vọng phục hồi ngành vận tải biển toàn cầu.

#### Sản lượng nhập khẩu than đá của Trung Quốc từ 2009

đvt: triệu tấn



Nguồn: WCA

Sự phục hồi gần đây mang tính chất thời vụ nhất thời và không thật sự vững chắc. Vấn đề mấu chốt nhất là tình trạng cung vượt cầu vẫn chưa có hướng giải quyết triệt để. Sự cải thiện của hoạt động XNK thế giới chưa đủ để bù đắp sự chênh lệch này. Gần hơn, hoạt động nhập khẩu quặng của Trung Quốc chưa cho thấy dấu hiệu đi lên vững vàng khi sắp tới thị trường BĐS và vật liệu xây dựng của Trung Quốc khó tăng trưởng tốt trong bối cảnh cả nền kinh tế Trung Quốc đang trong giai đoạn điều chỉnh.

Chúng tôi cho rằng diễn biến ngắn hạn của thị trường vận tải hàng rời sắp tới sẽ phụ thuộc nhiều vào chính sách vĩ mô nói chung và hoạt động nhập khẩu các loại nguyên nhiên liệu thô của Trung Quốc nói riêng.

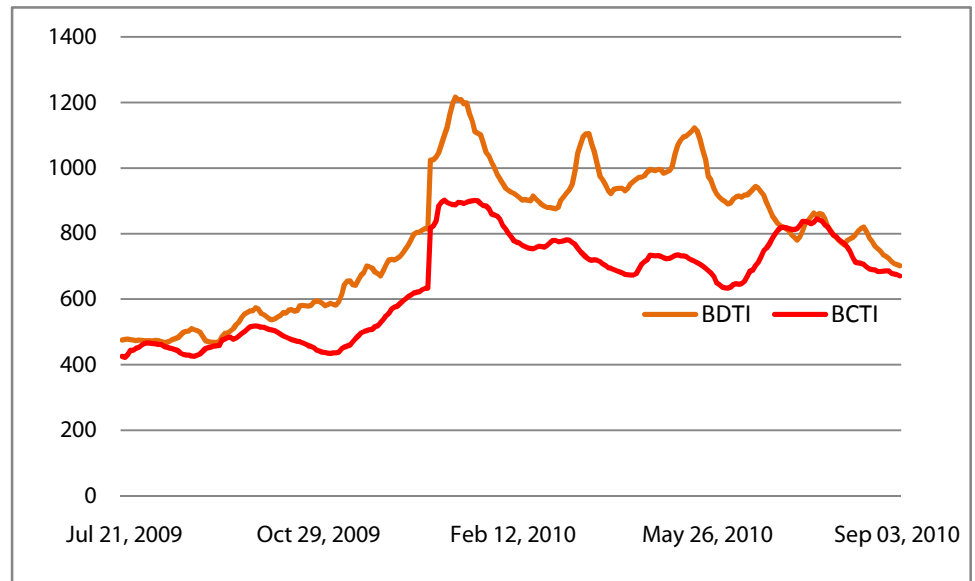
#### Vận tải hàng lỏng

Không tránh được những tác động tiêu cực của khủng hoảng, ngành vận tải hàng lỏng bước vào giai đoạn suy giảm từ Q3/2008. Tuy mức độ sụt giảm không quá nhanh và mạnh như thị trường vận tải hàng rời, quá trình đi xuống của ngành lại kéo dài hơn và chính thức chạm đáy vào tháng 04/2009. Chỉ số BDTI (Baltic Dirty Tanker Index – vận tải dầu thô) và BCTI (Baltic Clean Tanker Index – vận tải dầu sản phẩm) lần lượt rơi về mức thấp nhất tại

Sự phục hồi của chỉ số BDI chưa rõ ràng và phụ thuộc nhiều vào những yếu tố khó dự báo.

453 và 345 điểm.

#### Diễn biến chỉ số BDTI và BCTI từ 07/2009 đến nay



Nguồn: Baltic Exchange

Đối tượng vận chuyển chủ yếu của ngành là dầu thô với hơn 60% khối lượng vận chuyển, còn lại là các sản phẩm khác từ dầu như xăng, gas, khí đốt hóa lỏng,...Nhu cầu tiêu thụ toàn cầu đặc biệt là tại các thị trường chính Bắc Mỹ và Châu Âu (>50% tổng tiêu thụ toàn cầu) luôn có vai trò quan trọng đối với diễn biến giá dầu cũng như giá cước vận tải các loại hàng này.

Nhìn chung cả năm 2009, nhu cầu đối với dầu thô sụt giảm trên toàn cầu và các khu vực tiêu thụ lớn là Bắc Mỹ và Châu Âu. Tuy nhiên, từ cuối Q3 sự tăng trưởng của khu vực sản xuất và công nghiệp Trung Quốc dẫn đến nhu cầu nhập khẩu dầu tăng mạnh. Cũng trong giai đoạn đó, hoạt động vận tải hàng lỏng bắt đầu đi lên nhưng chỉ kéo dài đến giữa tháng 01/2010. Hai chỉ số BDTI và BCTI lần lượt tăng khoảng 2,6 và 2,1 lần.

Một trong những rủi ro ngành vận tải hàng lỏng toàn cầu phải đối mặt là chính sách điều tiết sản lượng khai thác của OPEC. Các nước thành viên của tổ chức này chiếm khoảng 40% lượng cung dầu thô toàn cầu và 59% sản lượng của vùng Trung Đông và Châu Phi – vốn là khu vực cung cấp lớn nhất cho Mỹ và các nước Châu Âu. Diễn biến giá dầu tăng trong giai đoạn gần đây không hẳn là vì nhu cầu tăng mà chủ yếu do sự cắt giảm sản lượng của OPEC và những lý do giảm sản lượng như thiên tai làm ảnh hưởng đến hoạt động khai thác dầu ở những nước ngoài OPEC.

Hiện nay, giá dầu thô đang được giao dịch ở mức trên 75 USD/thùng. Xem như mục tiêu của OPEC là đã đạt được, do đó, ít có khả năng sản lượng sẽ bị cắt giảm trong phần còn lại của 2010. Báo cáo mới nhất của tổ chức này dự báo nhu cầu sử dụng dầu thế giới trong 2010 sẽ tăng khoảng 0,95 triệu thùng/ngày. Những điều trên là cơ sở để có thể dự báo tình hình vận tải hàng lỏng sẽ ít biến động theo chiều hướng xấu hơn trong năm nay.

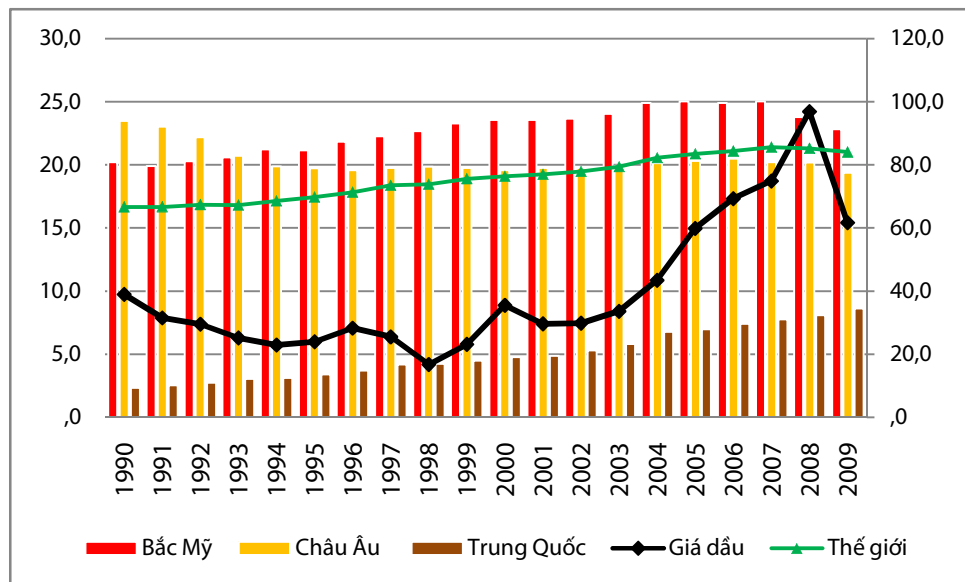
Cũng như vận tải hàng rời, trong những năm tới, ngành vận tải hàng lỏng cũng sẽ chịu không ít những áp lực từ lượng tàu mới đi vào hoạt động. Hoạt động mua bán tàu diễn ra tập nập trong giai đoạn Q3/2008, giá tàu đóng mới lên cao nhất khoảng giữa 2009. Tuy nhiên, những tiêu chuẩn mới đối với các tàu hàng lỏng (theo quy định của Tổ chức Hàng Hải Quốc tế -đến hết 2010, các tàu vỏ đơn trên 20 tuổi sẽ không được phép tham gia vào



các chuyển hải hành Quốc Tế, các tàu vỏ đơn đáy đôi sẽ tiếp tục được khai thác đến 2015 nhưng không được vượt quá 25 tuổi) sẽ phần nào giảm bớt tác động từ lượng cung năng lực mới tham gia. Hiện nay, số tàu đáy đơn ước tính vẫn chiếm khoảng 21% năng lực đội tàu toàn cầu, chủ yếu thuộc các đội tàu quốc tịch Châu Á.

**Sản lượng tiêu thụ dầu thô toàn cầu và một số thị trường quan trọng qua các năm**

Đvt: triệu thùng dầu/ngày – USD/thùng



Nguồn: BP

**Diễn biến chi phí đóng mới các tàu hàng lỏng từ 1990**

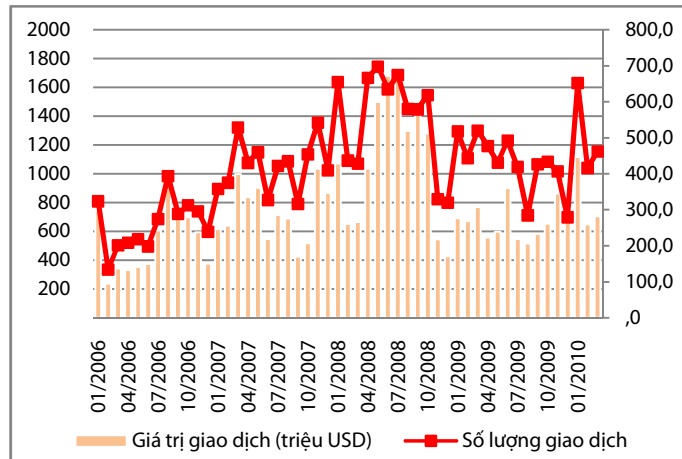
đvt: triệu USD



Nguồn: Cotzias

**Giao dịch mua bán tàu hàng lỏng**

Đvt: triệu USD



Nguồn: Imarex



### Vận tải Container

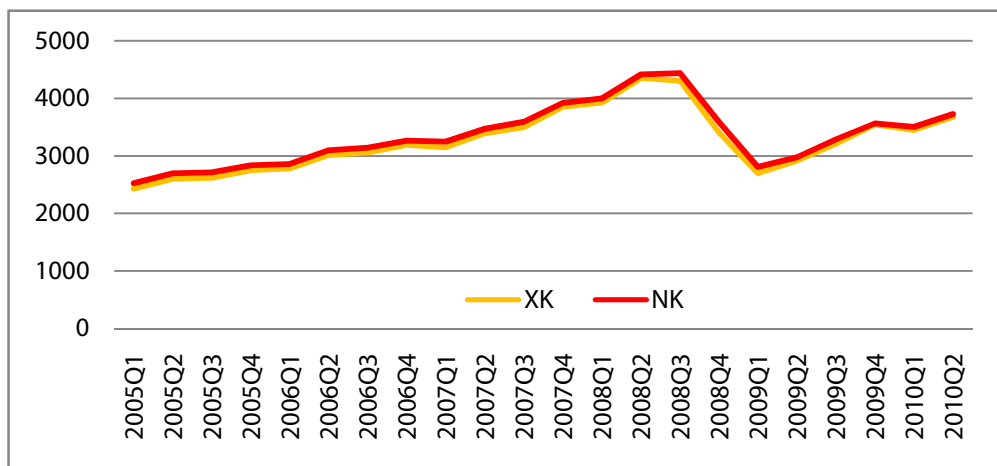
Khác với vận tải hàng rời và hàng lỏng, mảng vận tải container lại có những diễn biến trái ngược. Giá cước vận tải container tại một số tuyến từ Châu Á sang Châu Âu và Mỹ đã tăng đáng kể so với 2009. Tuy nhiên, sự cải thiện trong giá cước lại không đến từ sự đi lên thực sự của nhu cầu vận chuyển mà từ các yếu tố khách quan.

Năng lực vận tải bị thắt chặt khi các công ty vận tải chủ động phá hủy hoặc cho tàu tạm ngưng hoạt động nhằm tránh chi phí cố định quá lớn trong bối cảnh nguồn hàng khó khăn trong giai đoạn khủng hoảng. Số lượng đơn đặt hàng đối với loại tàu container trong giai đoạn 2008 và 2009 thấp hơn nhiều so với con số này của vận tải hàng rời và lỏng. Cụ thể, số trọng tải tàu container được đóng trong 2008 giảm đến 95% và hầu như không có tàu container nào được đóng trong 2009. Hậu quả khi khủng hoảng qua đi là cung năng lực không đáp ứng đủ khi nhu cầu phục hồi. Một số dự báo cho rằng, đến cuối 2011 sự cân bằng trong cung – cầu mới có thể trở lại.

Tuy nhiên, không thể phủ nhận rằng hoạt động thương mại quốc tế cũng đã và đang có những bước hồi phục khá vững chắc. Các số liệu về thương mại xuất nhập khẩu đều cho thấy sự phục hồi. Tổng giá trị thương mại trong nửa đầu 2010 tăng khoảng 25% so với cùng kỳ 2009. Theo số liệu mới nhất, trong tháng 07, lượng hàng vận tải bằng container từ Châu Á sang Châu Âu được dự báo đạt mức tăng 22,4% so với cùng kỳ, đạt 1,21 triệu Teu. Lũy kế 07 tháng đầu 2010, lượng hàng vận chuyển bằng container tăng 22,7% so với cùng kỳ.

### Diễn biến giá trị xuất nhập khẩu của thế giới

đvt: tỷ USD



nguồn: WTO

Thực trạng cung không đủ để đáp ứng nhu cầu trong thời gian tới là yếu tố thuận lợi cho các công ty vận tải container. Tuy nhiên, cũng như bối cảnh chung, bước đột phá chỉ có thể đến khi kinh tế thế giới phục hồi dẫn đến nhu cầu xuất nhập khẩu tăng hơn nữa. Có như vậy, sự tăng giá cước mới có thể trở nên bền vững hơn so với thời điểm hiện tại.

Trong ngắn hạn, trước khi có thể thấy sự phục hồi rõ ràng hơn của hoạt động thương mại toàn cầu, diễn biến ngành sẽ tương quan chặt chẽ với năng lực sản xuất và sản lượng xuất khẩu các mặt hàng từ Châu Á (quan trọng nhất là từ Trung Quốc) sang Châu Âu và Mỹ. Dĩ nhiên, điều này còn phụ thuộc vào chính sách nhập khẩu và nhu cầu của các thị trường này.

*Như vậy, triển vọng ngắn hạn của ngành vận tải biển toàn cầu vẫn chưa cho thấy sự khả quan rõ ràng. Những yếu tố mang lại nét tích cực gần đây chưa cho thấy tính ổn định và khó dự báo xu hướng. Vấn đề tốc độ gia tăng năng lực vận tải lớn hơn tốc độ tăng trong nhu cầu là vấn đề đáng ngại nhất của ngành hiện nay và vài năm tới khi các đơn đặt hàng tàu được hoàn thành.*

*Yếu tố đến từ “Trung Quốc” đã, đang và sẽ có vai trò quan trọng đối với triển vọng của ngành trong ngắn và dài hạn. Đặc biệt đối với ngành vận tải hàng rời trong vài tháng vừa qua khi chỉ số BDI phản ứng rất nhạy với những thay đổi về sản lượng nhập khẩu quặng sắt và than đá của Trung Quốc. Chính sách nhập khẩu các loại hàng này của Trung Quốc sẽ là sự hỗ trợ cho chỉ số BDI không giảm quá sâu và có thể duy trì diễn biến tích cực trong ngắn hạn.*

*Đối với vận tải hàng lỏng, nhu cầu vận chuyển có phần ổn định hơn khi sản lượng tiêu thụ dầu và các sản phẩm sẽ tăng cùng với đà phục hồi kinh tế toàn cầu. Vấn đề bất cân xứng trong cung cầu vận tải phần nào nhẹ nhàng hơn mảng vận tải hàng rời khi tiêu chuẩn đối với các loại tàu hàng lỏng trở nên chặt chẽ hơn.*

*Một câu chuyện hoàn toàn trái ngược xảy ra ở vận tải container khi cung hiện đang thấp hơn cầu khiến giá cước khả quan hơn. Tuy không thật sự đến từ những yếu tố tích cực (nhu cầu vận tải thật sự tăng), nhưng đó là một thuận lợi so với các doanh nghiệp vận tải hàng rời và hàng lỏng. Triển vọng ngắn hạn của mảng này phụ thuộc vào hoạt động xuất nhập khẩu của Trung Quốc đến/từ các nước thuộc Châu Âu và Mỹ.*

*Xét trong dài hạn, ngành vận tải biển cần thêm thời gian để cân bằng sự mất cân đối cung – cầu do độ trễ của đầu tư và ảnh hưởng của suy thoái kinh tế. Điều này có thể cần từ 1, 2 năm tới để ngành vận tải biển có thể trở lại vị trí đầu tàu và huyết mạch của kinh tế toàn cầu.*

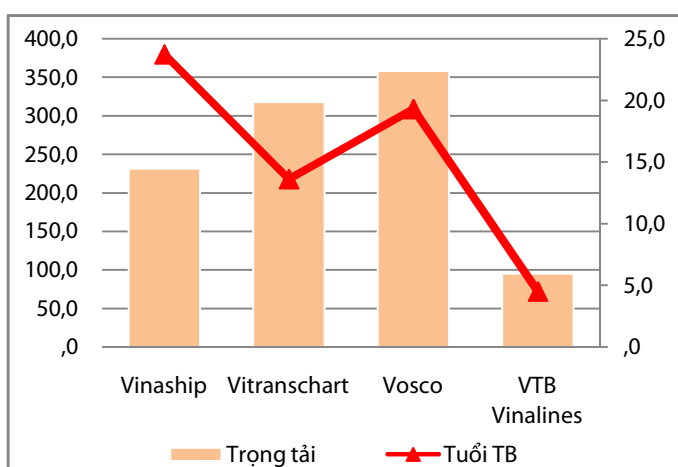
**NGÀNH VẬN TẢI BIỂN TRONG NƯỚC**

Theo thống kê của Tổng cục Hàng Hải Việt Nam, cả nước hiện đang có tổng cộng 1.654 tàu với 6,2 triệu tấn trọng tải, trong đó khoảng 450 tàu tham gia các tuyến hải hành quốc tế. Xét về tổng trọng tải, đội tàu mang quốc tịch Việt Nam đứng thứ 60/152 trên thế giới và đứng thứ 4 trong khu vực Đông Nam Á.

Nhờ nỗ lực đầu tư đội tàu của các doanh nghiệp trong nước gần đây, độ tuổi trung bình của đội tàu Việt Nam được cải thiện đáng kể. Hiện nay, với độ tuổi trung bình khoảng 12,9 năm, đội tàu Việt Nam đứng thứ 2 sau Singapore trong khu vực ASEAN.

**Trọng tải và độ tuổi bình quân các đội tàu hàng khô**

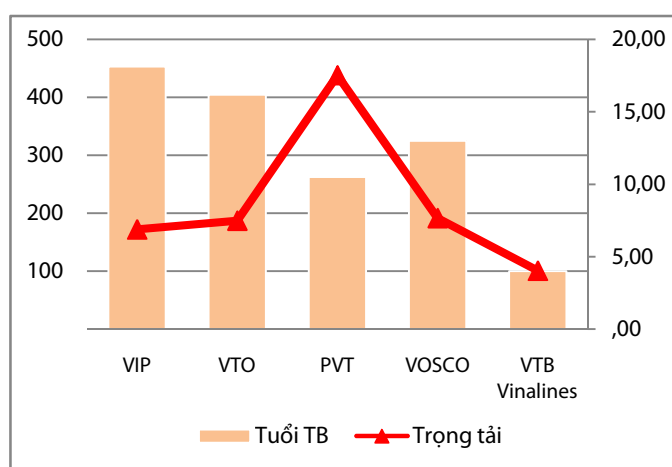
đvt: triệu DWT - năm



Nguồn: BCTC các đơn vị

**Trọng tải và độ tuổi bình quân các đội tàu hàng lỏng**

Đvt: triệu DWT - năm



Nguồn: BCN các đơn vị

**Thị phần vận tải hàng hóa XNK vẫn ở mức thấp – 15%, chưa tương xứng với những nỗ lực đầu tư.**

**Đối tượng xuất nhập khẩu của Việt Nam là các loại hàng hóa thiết yếu, ít bị ảnh hưởng**

**Áp lực nặng nề từ chi phí tài chính lên hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong bối cảnh khó khăn hiện nay.**

Hiệu quả dường như chưa tương xứng với những nỗ lực đầu tư. Các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam vẫn đang tỏ ra hụt hơi trên chính sân nhà. Thị phần vận tải hàng XNK trong nước chỉ chiếm chưa đầy 15%, không thay đổi nhiều so với 10 năm trước. 85% sản lượng hàng hóa thông qua các cảng biển của cả nước (hơn 250 triệu tấn) vẫn được đảm nhận bởi các doanh nghiệp nước ngoài. Trên các tuyến Quốc tế, khả năng cạnh tranh tìm kiếm nguồn hàng của các doanh nghiệp vận tải Việt Nam cũng rất hạn chế.

Đối tượng vận chuyển chủ yếu của các doanh nghiệp vận tải Việt Nam là các loại nông sản như gạo, đường, tiêu..., các loại hàng tiêu dùng như giấy dép, thủy sản (đối với xuất khẩu) và các loại nguyên vật liệu thô như quặng sắt, clinker, phân bón... Nhu cầu xuất nhập khẩu đối với các loại hàng này trong giai đoạn khó khăn vẫn có sụt giảm nhưng không quá nhiều.

Chủ yếu các doanh nghiệp Việt Nam hoạt động trên các tuyến trong Đông Nam Á, từ Châu Á sang Nam Mỹ hoặc Châu Phi. Hiện tại, một số doanh nghiệp đã và đang cố gắng mở thêm các tuyến mới đi các khu vực xa hơn như Úc, Bắc Mỹ.

Trong bối cảnh khủng hoảng, năm 2009 là năm khó khăn đối với ngành vận tải biển Việt Nam về nguồn hàng và giá cước. Ngoài ra, vấn đề tỷ giá tiếp tục làm mọi việc trở nên xấu hơn nữa đối với các doanh nghiệp Việt Nam vốn có tỷ lệ nợ vay ngoại tệ cao. Chi phí lãi vay và chi phí chênh lệch tỷ giá là một gánh nặng không nhỏ đối với một số doanh nghiệp. Có những doanh nghiệp dù hoạt động vận tải vẫn ổn định nhưng tỷ suất lợi nhuận ròng lại rất thấp. Tuy nhiên, bên cạnh tác động tiêu cực, sự trượt giá của

VND so với các loại ngoại tệ sẽ giúp tăng sức cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu Việt Nam.

Trong bối cảnh hiện tại còn nhiều khó khăn đến từ nguồn hàng và giá cước, các doanh nghiệp vận tải Việt Nam vẫn đang hoạt động khó khăn, nguồn thu từ hoạt động chính chỉ đủ để bù đắp các chi phí như chi phí cố định, các chi phí tài chính hoặc trong những trường hợp khả quan, phần thặng dư tạo ra cũng khá khiêm tốn. Kết quả kinh doanh Q2 một số doanh nghiệp biến động mạnh so với Q1. Trong 18 doanh nghiệp vận tải biển niêm yết, có 4 doanh nghiệp phải ghi nhận lỗ trong Q2, 7 doanh nghiệp có LNST Q2 sụt giảm so với Q1. Q2 cũng ghi nhận một số doanh nghiệp có mức tăng trưởng khá so với Q1 như GMD, PVT,... Tuy nhiên, nhìn chung, mức độ hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp vẫn chưa cao qua chỉ số ROE và ROA chung của ngành trong 6T đầu 2010 chỉ khoảng 1% và 4%.

Hầu hết các doanh nghiệp đều cố gắng đẩy nhanh tiến độ quá trình thanh lý tàu cũ để đem lại nguồn thu đồng thời giải quyết bài toán lợi nhuận trong bối cảnh khó khăn. Các khoản thu nhập này mang tính đột biến rất cao, vì thế khiến cơ cấu thu nhập của các doanh nghiệp không thật sự lành mạnh và bền vững.

Một vài doanh nghiệp có thu nhập từ thanh lý tàu trong 8T2010 là Vitranschart (VST), CTCP Vận tải biển và BDS Việt Hải (VSP), Vinaship (VNA),...

Mã	DN	VỐN ĐIỀU LỆ	QI/2010		QII/2010					LŨY KẾ 2Q/2010	
			DT	LNST	DT	% thay đổi so với Q1	LNST	% thay đổi so với Q1	LNHD KD	DT	LNST
<b>DDM</b>	CTCP Hàng hải Đông Đô	122	67,2	0,2	64,7	-4%	<b>-18,1</b>	-	<b>-18,1</b>	132,0	-17,9
GMD	CTCP Gemadept	475	409,4	32,5	507,5	24%	46,3	43%	24,1	917,8	78,9
<b>MHC</b>	CTCP Hàng hải Hà Nội	136	34,3	<b>-52,5</b>	2,4	-93%	<b>-11,3</b>	-	<b>-24,8</b>	36,8	-63,8
PJT	CTCP Vận tải thủy PETROLIMEX	84	88,2	3,1	91,2	3%	3,0	-4%	3,1	179,6	6,1
PVT	CTCP Vận tải Dầu khí PVTrans	1.476	692,5	28,1	971,5	40%	34,7	24%	27,9	1.665,7	62,9
SFI	CTCP Vận tải SAFI	83	38,2	4,5	28,3	-26%	4,5	0%	6,2	66,6	9,1
<b>SHC</b>	CTCP Hàng hải Sài Gòn	37	28,7	<b>-3,5</b>	31,3	9%	9,4	-	<b>-3,2</b>	60,1	5,9
<b>VIP (*)</b>	CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO	598	334,3	9,4	359,4	8%	8,1	-13%	<b>-1,4</b>	694,5	17,5
VSC	CTCP VICONSHIP	120	121,6	36,7	116,7	-4%	39,5	8%	48,3	238,6	76,2
VTO	CTCP VITACO	600	342,5	18,0	320,4	-6%	15,4	-14%	18,4	663,5	33,5
PSC	CTCP Vận tải Petrolimex SG	20	229,7	2,1	227,0	-1%	2,6	24%	2,8	457,1	4,8
PTS	CTCP Vận tải Petrolimex HP	35	71,2	2,9	66,3	-7%	3,9	34%	4,5	137,6	6,9
VFR	CTCP Vận tải Vietfracht	150	61,7	3,1	68,2	11%	6,7	120%	8,1	130,0	9,8
<b>VSP (*)</b>	CTCP ShinPetrol	381	253,0	11,6	209,4	-17%	16,8	44%	15,7	462,8	28,4
<b>VNA (*)</b>	CTCP Vận tải biển Vinaship	200	254,2	14,9	251,3	-1%	3,2	-79%	3,2	506,0	18,1
<b>VSG</b>	CTCP Container Phía Nam	110	23,6	<b>-7,1</b>	20,7	-12%	<b>-13,1</b>	-	<b>-13,8</b>	44,2	-20,2
<b>VST (*)</b>	CTCP VITRANSCHART JSC	400	420,9	24,9	542,8	29%	32,7	31%	20,4	964,7	56,7
<b>MAC</b>	CTCP MASERCO	32	10,7	0,0	11,5	7%	<b>-0,3</b>	-	<b>-0,2</b>	22,3	-0,3

(\*) các doanh nghiệp có thanh lý tàu trong 8T2010.

Nguồn: công bố thông tin các doanh nghiệp

Đvt: tỷ đồng

**Vượt qua một năm 2009 đầy khó khăn, tình hình đã khá quan hơn đối với các doanh nghiệp Việt Nam về nguồn hàng và giá cước. Đội tàu Việt Nam chủ yếu thuộc cỡ Handysize nên mức độ bị ảnh hưởng nhẹ hơn và luôn có một độ trễ nhất định. Kinh tế toàn cầu đã bước qua giai đoạn khó khăn nhất, nhu cầu của thị trường đối với các loại hàng hóa xuất nhập khẩu của Việt Nam ít có khả năng sụt**

*giảm mạnh sẽ là cơ sở để chờ đợi diễn biến khả quan hơn của ngành vận tải biển Việt Nam trong thời gian tới. Nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động sẽ phần nào làm giảm nhu cầu nhập khẩu xăng dầu của Việt Nam. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng là không đáng kể khi các doanh nghiệp lớn như VIP và VTO có nguồn thu chủ yếu đến từ cho thuê định hạn với Petrolimex.*

### MỘT SỐ DOANH NGHIỆP VẬN TẢI BIỂN NIÊM YẾT TIÊU BIỂU

Trong nội dung này, chúng tôi điểm qua một số nét về những doanh nghiệp vận tải biển đặc trưng nhất đang niêm yết trên sàn chứng khoán, phân tích sơ lược các kết quả tài chính nhằm thể hiện tác động do những biến động của ngành trên toàn cầu trong giai đoạn gần đây đối với các doanh nghiệp này.

Những doanh nghiệp chúng tôi sẽ đưa vào phạm vi báo cáo bao gồm:

- Vận tải hàng rời: CTCP vận tải Vinaship (VNA), CTCP vận tải và thuê tàu biển Việt Nam
- Vitranschart (VST), CTCP Vận tải biển Việt Nam (VOS)
- Vận tải hàng lỏng: CTCP vận tải xăng dầu VIPCO (VIP), CTCP vận tải xăng dầu VITACO (VTO).

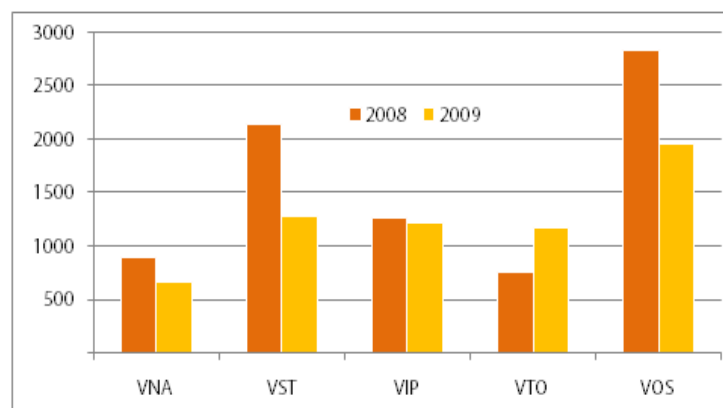
### Vài nét về tình hình hoạt động kinh doanh trong 2009

**Bảng tóm tắt các chỉ số về hiệu quả hoạt động**

	VNA	VST	VIP	VTO	VOS
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Doanh thu (tỷ)					
2009	659	1.283	1.213	1.165	1.950
2008	900	2.136	1.257	753	2.829
% thay đổi	-27%	-40%	-3%	55%	-31%
TSLNG					
2009	6%	15%	16%	24%	7%
2008	16%	11%	14%	22%	19%
ROE 2009	6%	12%	6%	4%	4%
ROA 2009	2%	2%	2%	1%	1%

Nguồn: BCTN các công ty

**Doanh thu 2008 và 2009**



Nguồn: BCTN các công ty

### Doanh thu sụt giảm ở hầu hết các doanh nghiệp vận tải biển trong 2009

**Tỷ suất lợi nhuận gộp diễn biến khác nhau giữa nhóm vận tải hàng lỏng và hàng rời. Nhóm công ty hàng rời trực thuộc Vinalines được phép hạch toán giảm tối đa 50% chi phí khấu hao trong 2009.**

Khả năng cạnh tranh thấp của các đội tàu, nguồn hàng và giá cước thấp khiến doanh thu 2009 các công ty đều sụt giảm. Trong đó, các công ty thuộc nhóm vận tải hàng rời như VNA, VST và VOS chịu ảnh hưởng nhiều hơn nhóm vận tải hàng lỏng vì hai lý do chính:

(1) Nhu cầu sử dụng dầu và các sản phẩm dầu không biến động quá mạnh trong bối cảnh khủng hoảng. (2) Các công ty vận tải hàng lỏng như VIP và VTO luôn có một tỷ trọng nguồn hàng ổn định từ công ty mẹ dưới hình thức ký các hợp đồng định hạn.

Sự sụt giảm trong doanh thu được ghi nhận ở hầu hết các doanh nghiệp trong nhóm khảo sát, chỉ có VTO lại cho thấy mức tăng trưởng đến 55% trong DT do số lượng tàu cho công ty mẹ (Petrolimex) thuê định hạn trong 2009 tăng từ 2 lên 4 tàu.

Điểm đáng chú ý trong 2009 là nhờ sự can thiệp về mặt "hạch toán con số" của Bộ Tài Chính thông qua công văn số 17274/BTC-TCĐN (cho phép các công ty trực

thuộc Vinalines được hạch toán giảm tối đa 50% chi phí khấu hao trong 2009) và Thông tư số 201/2009/TT-BTC (cho phép phân bổ chi phí lỗ chênh lệch tỷ giá phát sinh từ định giá lại những khoản vay dài hạn trong 5 năm tới nếu hạch toán hết trong năm hiện hành khiến KQKD của doanh nghiệp bị lỗ) giúp báo cáo kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp liên quan đỡ xấu đi rất nhiều.

Cụ thể, chi phí khấu hao của VST trong 2009 giảm mạnh so với năm trước. Tỷ lệ chi phí khấu hao/doanh thu giảm từ 31,3% xuống còn 9,8% trong 2009. Đối với VNA, chi phí khấu hao được hạch toán giảm 22,7 tỷ khiến LNTT tăng tương ứng. Tương tự, tỷ lệ chi phí khấu hao trong cơ cấu chi phí vận tải của VOS giảm xuống mức 13% so với 24% của năm trước đó.

#### Bảng tóm tắt các chỉ số cơ cấu tài sản 2009

2009	VNA	VST	VIP	VTO	VOS
<b>Cơ cấu tài sản</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản	54%	70%	58%	69%	69%
Nợ vay ngân hàng/Tổng nợ	55%	87%	92%	90%	83%
Nợ vay dài hạn/Tổng nợ	69%	81%	83%	82%	89%
Nợ vay ngoại tệ/Tổng nợ vay	56%	-	89%	99%	61%

2009	VNA	VST	VIP	VTO	VOS
<b>Chi phí tài chính/nguồn thu</b>					
Chi phí tài chính/DT	5%	13%	7%	18%	5%
Chi phí lãi vay/DT	3%	8%	5%	13%	4%
Lỗ chênh lệch tỷ giá (CLTG)/DT	1%	5%	3%	2%	1%
Lỗ CLTG/chi phí tài chính	33%	34%	39%	11%	16%

Nguồn: BCTC các công ty

**Tỷ lệ sử dụng nợ vay cao và sự mất giá của đồng Việt Nam khiến các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam chịu gánh nặng chi phí tài chính rất lớn.**

Các công ty được đề cập trong báo cáo này đều có tỷ lệ sử dụng nợ cao trên 50%. Trong đó, phần lớn là nguồn vay dài hạn tài trợ cho hoạt động đầu tư tàu như một đặc trưng của ngành. Như đã đề cập ở trên, chi phí lãi vay là áp lực không nhỏ lên các doanh nghiệp trong bối cảnh nguồn hàng và giá cước ở mức thấp như 2009.

Ngoài chi phí lãi vay, sự mất giá của đồng VND so với USD hàng năm qua các quyết định điều chỉnh tỷ giá của NHNN cũng là điều đáng lo ngại đối với các doanh nghiệp vận tải biển, vốn có số dư ngoại tệ rất lớn. Điển hình như VIP trong 2009, sự điều chỉnh tăng tỷ giá USD/VND thêm 5,44% vào cuối 2009 đã khiến Công ty phải ghi nhận khoản lỗ sau thuế lên đến 31,5 tỷ trong Q4/2009. Lũy kế cả năm, Công ty chỉ còn 51,9 tỷ LNST bất chấp những thành quả tích cực đã gặt hái trong 3 quý đầu.

#### Vài nét về tình hình hoạt động kinh doanh từ đầu năm 2010

Kết thúc 2009, các doanh nghiệp vận tải Việt Nam bước vào 2010 với kỳ vọng sự phục hồi của ngành nói chung và nhu cầu vận tải hàng hóa nói riêng. Thực tế cho thấy tình hình đã trở nên khả quan hơn trong 6 tháng đầu năm 2010 so với cùng kỳ.

Nguồn hàng dồi dào hơn có thể thấy được qua các con số sản lượng tính đến hết quý 02, sự phục hồi của các chỉ số Baltic Dry cho thấy sự cải thiện về giá cước. Đối với vận tải hàng rời, giá cước trong quý 1 cao hơn từ 20% - 25% so với mức bình quân cả năm 2009. Do đó, kết quả kinh doanh nửa đầu 2010 các doanh nghiệp cũng mang màu sắc khả quan hơn rất nhiều so với cùng kỳ.



đvt: tỷ đồng	VNA	VIP	VST	VTO	VOS
<b>Đội tàu</b>					
Số lượng	18	8	16	11	27
Trọng tải (nghìn DWT)	208	172	318	187	556
Tuổi TB	21,9	18,1	13,6	16,2	15,7
<b>D.Thu</b>					
Q1/10	254	334	434	342	612
Q2/10	251	359	529	320	697
1H/10	505	694	963	662	1.309
1H/09	309	542	560	524	858
<b>LNST</b>					
Q1/10	15	9	24	18	13
Q2/10	3	5	33	15	41
1H/10	18	17	57	33	54
1H/09	-16	63	-64	12	-68
<b>Chi phí lãi vay</b>					
Q1/10	8	15	29	32	23
Q2/10	18	15	33	27	31
1H/10	26	29	62	59	54
1H/09	10	23	45	84	38
<b>TSLNG</b>					
Q1/10	16%	12%	20%	30%	13%
Q2/10	14%	11%	20%	31%	15%
1H/10	15%	11%	20%	31%	14%
1H/09	1%	20%	3%	23%	-1%
<b>TSLNR</b>					
Q1/10	6%	3%	6%	5%	2%
Q2/10	1%	1%	6%	5%	6%
1H/10	4%	2%	6%	5%	4%
1H/09	-5%	12%	-11%	2%	-8%

Nguồn: BCTC các công ty

Hầu hết các doanh nghiệp đều cho thấy sự tăng trưởng ở tất cả các chỉ tiêu. Chỉ duy nhất CTCP vận tải xăng dầu VIPCO (VIP) lại ghi nhận sự sụt giảm đến 73% trong LNST trong khi DT lại tăng 57,5% giữa 2 kỳ. Sụt giảm trong lợi nhuận là do số lượng tàu cho thuê định hạn của VIP giảm (tàu Petrolimex 16, sau khi được bàn giao lại từ đối tác Hàn Quốc từ cuối năm ngoái đến nay vẫn chưa tìm được đối tác thuê định hạn. Công ty đang tự khai thác, tuy nhiên, tình hình không mấy khả quan)

Giữa tháng 05/2010, sự hồi phục của BDI vốn đang gặp ghềnh chững lại và đi xuống liên tiếp trong gần 2 tháng. Đối với các doanh nghiệp Việt Nam, phần lớn đội tàu thuộc cỡ trung bình và nhỏ (Handysize) nên mức độ sụt giảm trong giá cước sẽ ít hơn mức giảm của BDI. Trong đợt giảm vừa rồi, chỉ số BHSL giảm 558 điểm, tương ứng 37%, mức giảm nhẹ nhất trong bốn nhóm chỉ số. Theo kết quả kinh doanh quý 02 của một số doanh nghiệp vừa công bố, dường như sự sụt giảm vừa rồi chưa tạo dấu ấn rõ rệt đến hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp.

**Sự sụt giảm mạnh của chỉ số BDI đặt ra nhiều nghi vấn về mức độ ảnh hưởng đối với hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp vận tải Việt Nam.**

Đối với 2 Doanh nghiệp vận tải hàng rời Vinaship (VNA) và Vitranschart (VST), doanh thu Q2 không quá biến động so với Q1/2010 cho thấy phần nào nguồn hàng không bị sụt giảm.

Đối với VNA, Trong đội tàu 19 chiếc hiện đang có 5 chiếc được cho thuê định hạn với hợp đồng được ký trong 6 tháng. Thời hạn bắt đầu hợp đồng gần nhất từ tháng 02 đến tháng 04/2010 tùy từng tàu. Nếu tình hình các chỉ số không phục hồi đủ nhanh và bền vững, chúng tôi cho rằng giá cước thỏa thuận trong các hợp đồng định hạn sắp tới sẽ giảm khoảng 15% - 20%, tức về lại mức giá đầu năm 2009.

Yếu tố tạo dấu ấn tiêu cực lên kết quả kinh doanh Q2/2010 lại đến từ chi phí lãi vay (tháng 04 là tháng đến kỳ trả lãi vay). Lãi vay tăng cao do khoản huy động để đầu tư tàu Vinaship Sea vào đầu năm.

Lợi thế hơn VNA ở đội tàu trẻ có sức cạnh tranh và hiệu suất sử dụng cao, VST có khả năng tìm kiếm nguồn hàng tốt hơn. Hiện VST đã ký các hợp đồng đến hết tháng 08, 09/2010, do đó có thể nói VST tạm thời nằm ngoài ảnh hưởng của diễn biến đi xuống của ngành thời gian vừa qua. Sự sụt giảm trong giá cước có thể có sẽ chỉ đến từ các hợp đồng được ký tiếp theo vào cuối Q3 và Q4/2010.

Nửa đầu 2010, VOS đã ghi nhận sự cải thiện rất tốt trong KQKD so với cùng kỳ 2009 (53,6 tỷ so với 38 tỷ). Tuy nhiên, trong cơ cấu lợi nhuận 2Q2010 của VOS có khoảng 15 tỷ đến từ thanh lý tài sản cố định và khoản lỗ chênh lệch tỷ giá cũng chưa được hạch toán.

Sở hữu một đội tàu có tổng trọng tải lớn, trẻ với độ tuổi trung bình 15,6 năm và cơ cấu đội tàu đa dạng gồm tàu hàng rời và hàng lỏng, VOSCO (VOS) cũng có nhiều triển vọng khả quan trong dài hạn. Trong ngắn hạn, nguồn thu từ thanh lý tàu tiếp tục sẽ đóng góp tỷ trọng lớn trong cơ cấu thu nhập 2010.

Đối với các công ty vận tải hàng lỏng như VIP và VTO, nhu cầu vận chuyển dầu trong nước ít biến động hơn. Tuy nhiên, trong giai đoạn hiện nay, việc tự khai thác các tàu ko cho thuê định hạn cũng gặp tương đối nhiều khó khăn do nguồn hàng khan hiếm.

**Khoản lỗ tỷ giá tiếp tục là vấn đề đáng lo ngại của các doanh nghiệp sau 2 lần**



**Cơ cấu tài sản tính đến 30/06/2010**

	VNA	VST	VIP	VTO	VOS
<b>Cơ cấu tài sản</b>					
Nợ/Tổng tài sản	74%	82%	64%	68%	69%
Dư nợ ngoại tệ/Tổng nợ	70%	72%	81%	100%	69%
Dư nợ ngoại tệ (ước tính) (tỷ VND)	535	1.552	995	2.282	2.020
Dư nợ ngoại tệ (ước tính) (triệu USD)	28	82	53	121	107

*Nguồn: BCTC các doanh nghiệp*

**Các doanh nghiệp đã thanh lý tàu trong 2010**

DN	Tàu	Trọng tải (DWT)	Giá trị bán (tỷ VND)
VNA	1) Hùng Vương 02	7.071	25
	2) Nam Định	8.294	17
	3) Ninh Bình	8.294	17
	<b>Tổng</b>		<b>59</b>
VST	1) Hawk eye	14.986	27
	2) Far East	15.175	28
	3) Phương Đông 2	15.120	53
	<b>Tổng</b>		<b>108</b>
VIP	1) Ha Long 03	1.340	13
	2) Ha Long 04	2.509	
	3) Petrolimex 03	27.402	26
	<b>Tổng</b>		<b>39</b>
VOS	1) Đại Hùng	29.996	112
	2) Đại Long	29.997	
	3) Cabot Orient	4.485	15
	<b>Tổng</b>		<b>127</b>

*Nguồn: Công bố thông tin các công ty*

**điều chỉnh tỷ giá của NHNN.**

Bên cạnh chi phí lãi vay, 2 lần điều chỉnh tỷ giá USD/VND vào 02/2010 (từ 17.941 VND/USD lên 18.544 VND/USD) và vào 08/2010 (18.544 VND/USD – 18.932 VND/USD) sẽ gây ra ảnh hưởng rất lớn đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trên. Khoản chi phí này được quy định sẽ hạch toán vào cuối năm và được phân bổ trong 5 năm nếu việc phân bổ hoàn toàn trong năm nay khiến doanh nghiệp lỗ.

Theo bảng tóm tắt cơ cấu tài sản đến 30/06/2010, dễ thấy nhất là VTO là doanh nghiệp sử dụng nợ ngoại tệ rất cao cũng như con số tuyệt đối. Nếu không có gì thay đổi về hướng dẫn thay đổi cách hạch toán, tác động của những đợt điều chỉnh tỷ giá sẽ là nặng nề đối với hầu hết các doanh nghiệp bên cạnh gánh nặng từ chi phí lãi vay.

Trong bối cảnh hiện tại, những doanh nghiệp nào đã có chiến lược đầu tư tàu đúng thời điểm sẽ có nhiều lợi thế hơn các doanh nghiệp khác về chi phí lãi vay, cũng như chi phí khấu hao tài sản. Trong nhóm các doanh nghiệp hàng rời khảo sát, VNA là doanh nghiệp có suất đầu tư tàu trong 2009 tốt nhất, chỉ khoảng 500 USD/DWT cho tổng trọng tải hơn 76 nghìn DWT của 03 tàu Vinaship Sea, Diamond và Pearl nhận trong 2009 và đầu 2010. Kế tiếp là VST với suất đầu tư trên 570 USD/DWT cho 75,5 nghìn DWT của các tàu VTC Tiger, ACE và Phoenix. Đối với VOSCO, 03 tàu được nhận trong 2008 nên có suất đầu tư không tốt bằng VST và VNA. Trong 2009, VOSCO chỉ nhận một tàu hàng rời trọng tải 22.500 DWT giá trị khoảng 229 tỷ, tương đương suất đầu tư trên 550USD/DWT.

**Trong 6 tháng cuối 2010, hoạt động thương mại quốc tế sẽ tiếp tục phục hồi với tốc độ chậm.** Tuy nhiên, như chúng tôi đã nhận định ở trên, diễn biến ngắn hạn sắp tới của ngành sẽ phụ thuộc nhiều vào những diễn biến vĩ mô quốc tế, đặc biệt là nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc.

Sự sụt giảm mạnh vừa rồi tuy chưa gây ảnh hưởng quá nặng lên kết quả hoạt động quý 2 của các doanh nghiệp. Quý 3 có lẽ là thời điểm các doanh nghiệp bắt đầu nhận thấy những ảnh hưởng từ giá cước và nguồn hàng sẽ giảm. Trong khi, những doanh nghiệp có khả năng tìm kiếm nguồn hàng tốt, chính sách tiết giảm chi phí, khai thác đội tàu hiệu quả sẽ có lợi thế rất nhiều. Về khả năng này, chúng tôi đánh giá VST và VOS sẽ có nhiều lợi thế hơn nhờ đội tàu trẻ, hiệu suất sử dụng tàu cao, có sức cạnh tranh và khả năng tìm kiếm nguồn hàng.

Trong bối cảnh khó khăn, hoạt động kinh doanh chính chỉ có thể duy trì ở mức hòa vốn hoặc phần thặng dư được tạo ra sau khi bù đắp các khoản chi phí là tương đối khiêm tốn. Nguồn thu nhập chính trong nửa cuối 2010 sẽ đến từ thanh lý các tàu cũ hoặc đã hết khấu hao.

Trên cơ sở những nhận định về ngành cũng như một số công ty tiêu biểu trên, chúng tôi cho rằng sự sụt giảm vừa qua là cơ hội để nhà đầu tư quan sát và chọn lọc. Trong đó, những công ty có cơ sở vững chắc về nguồn hàng và khả năng cạnh tranh về giá cước sẽ có lợi thế hơn trong 02 quý cuối năm khi triển vọng ngành khó có thể xuống sâu hơn nữa.

Chúng tôi đánh giá triển vọng ngắn hạn của các doanh nghiệp vận tải Việt Nam là chưa hấp dẫn vì (1) Khả năng cạnh tranh, tìm kiếm nguồn hàng chưa cao, (2) Bản chất nguồn thu có tỷ trọng lớn trong năm nay sẽ đến từ thanh lý tàu cũ hoặc đã hết khấu hao. (3) Gánh nặng chi phí tài chính quá lớn. Trong đó, đáng chú ý nhất là

khả năng biến động bất ngờ của khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá. Điều này khiến việc dự báo kết quả kinh doanh cuối năm của các doanh nghiệp trở nên khó khăn do phụ thuộc vào cách thức hạch toán chủ quan của ban lãnh đạo.

Đối với mục tiêu dài hạn, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên quan sát cơ hội đầu tư vào những cổ phiếu có quy mô trung bình trong ngành, có khả năng cạnh tranh tốt, giá đầu tư tàu hợp lý và gánh nặng lãi vay không quá lớn. Đồng thời, do cơ cấu thu nhập năm nay có xu hướng chịu sự phi phối lớn của lợi nhuận thanh lý tàu nên khó so sánh giữa các doanh nghiệp khi sử dụng phương pháp P/E, người phân tích cho rằng có thể lựa chọn cổ phiếu có P/B trong khoảng 1 – 1,3 lần (lưu ý cần loại trừ các doanh nghiệp có giá vốn đầu tư tàu quá cao)

**Một số chỉ tiêu so sánh các doanh nghiệp**

		Hàng rời		Hàng lỏng	
	Vosco	Vitranschart	Vinaship	Vipco	Vitaco
Đội tàu					
Số lượng (tàu)	- 22 (hàng rời)	16	18	8	11
	- 3 (hàng lỏng)				
	- 2 (tàu container)				
Tổng trọng tải (nghìn DWT)	- 407 (hàng rời)	318	208	172	187
	- 132 (hàng lỏng)				
	- 17 (hàng container)				
Tuổi TB (năm)	- 17,7 (hàng rời)	13,6	21,9	18,1	16,2
	- 7 (hàng lỏng)				
Thông tin tài chính					
KQKD 2009 (tỷ VND)					
DT 2009	1.950	1.283	659	1.213	1.165
LNST 2009	53	60	20	52	34
EPS 2009 (VND)	376	1.502	998	878	553
ROE 2009	7%	15%	6%	16%	24%
ROA 2009	19%	11%	16%	14%	22%
Kế hoạch 2010 (tỷ VND)					
- DT	2.419	1.773	905	1.457	1.135
- LNST	80	90	30	56	47
KQ 1H/2010 (tỷ VND)					
- DT	1.309	964	505	694	663
- LNST	54	57	18	17	33
% Hoàn thành kế hoạch					
- DT	54%	54%	56%	48%	58%
- LNST	68%	63%	60%	30%	70%
Dự phóng 2010 (tỷ VND)					
DT	-	1.855	986	1.352	1.250
LNST	-	125	63	61	65
EPS 2010F (VND)	-	2.111	2.906	1.022	813
Chỉ số thị trường					
SLCPLH (cp)	140.000.000	59.000.000	20.000.000	59.807.785	79.866.666
Giá 21/09/2010 (VND)	14.500	13.500	18.500	13.300	10.300
Giá trị vốn hóa (tỷ)	2.030	797	370	795	823
EPS 4 quý (VND)	-	3353	2693	252	773
PE trailing (x)	-	4,1	6,9	52,8	13,3
P/BV (30/6/2010) (x)	-	1,5	1,2	1,0	0,8
P/E 2010F (x)	-	6,4	6,4	13,0	12,7

**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

**Ngày phát hành**      **Loại báo cáo**      **Khuyến nghị**

**BÁO CÁO NGÀNH**

Báo cáo ngành được thực hiện trên cơ sở nghiên cứu, đánh giá các yếu tố của ngành, đồng thời phân tích những diễn biến mới nhất, nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một hướng đánh giá về triển vọng của ngành, hỗ trợ cho việc lựa chọn ngành đầu tư. Ngoài ra, trong phạm vi nào đó, báo cáo ngành hướng tới mục tiêu chỉ ra những cổ phiếu có triển vọng cũng như cảnh báo những cổ phiếu dự kiến không tích cực trong tương lai, với các nguồn thông tin tin cậy có được tại thời điểm phân tích.

Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về ngành vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

**Chi nhánh Sài Gòn**

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

**Chi nhánh Đà Nẵng**

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

**Chi nhánh Hà Nội**

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

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.**