

## MCK: VST (HSX)

BẢN CẬP NHẬT LẦN 1

## CTCP VẬN TẢI VÀ THUÊ TÀU BIỂN VIỆT NAM

MUA DÀI HẠN

ĐỊNH GIÁ 13.900

Chuyên viên: Vũ Hoàng Việt

Email: viet.vh@vdsc.com.vn

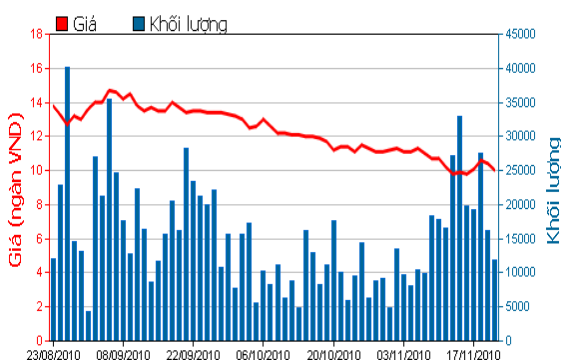
ĐT: 08 6299 2006 – Ext 348

VẬN TẢI BIỂN

## Chỉ tiêu cơ bản

Giá (19/11/2010)	10.400
Giá cao nhất (52 tuần)	25.900
Giá thấp nhất (52 tuần)	11.100
Số CP đang lưu hành	59.000.000
KLGDBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	107.120
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	662
Trailing P/E (x)	2,3
P/E (EPS 2010F) (x)	5,8
P/BV (BV 31/06/10) (x)	0,8

## Đồ thị giá từ ngày



Nguồn: HSX

Báo cáo này là bản cập nhật “Báo cáo phân tích VST, VDSC phát hành ngày 09/06/2010”. Chúng tôi phát hành báo cáo cập nhật nhằm mục đích đưa ra những dự phóng về triển vọng những tháng cuối năm 2010 trên cơ sở những diễn biến mới nhất về ngành trong thời gian gần đây và diễn biến giá của cổ phiếu VST.

Trong diễn biến phục hồi chậm hơn kỳ vọng của ngành vận tải biển toàn cầu sau đợt sụt giảm mạnh, mức giá hợp lý của cổ phiếu VST thời điểm hiện tại được xác định vào khoảng 13.900 đồng (tương đương mức vốn hóa 821 tỷ đồng). So với mức 10.000 đồng giá tham chiếu ngày 23/11/2010, VST đang giao dịch thấp hơn khoảng 28%.

Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý chất lượng thu nhập của các công ty vận tải biển nói chung và của VST nói riêng trong bối cảnh hiện nay, chủ yếu được đóng góp bởi thanh lý tàu cũ, hoạt động kinh doanh chính chỉ kỳ vọng bù đắp được chi phí hoạt động, khấu hao và gánh nặng lãi vay trong bối cảnh ngắn hạn tình hình ngành vẫn chưa thể có diễn biến nổi bật.

Người phân tích cho rằng VST phù hợp đối với những khoản đầu tư trung và dài hạn và nhà đầu tư cần theo dõi sát diễn biến của chỉ số ngành để có những quyết định chính xác.

## Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2009	9T/2010	KH 2010	2010(F)
Doanh thu	1.283	1.437	1.773	1.902
Lợi nhuận trước thuế	80	93	120	127
Lợi nhuận sau thuế	60	70	90	96
Vốn điều lệ	400	470		590
Tổng tài sản	2.799	3.342		3.323
Vốn chủ sở hữu	478	583		630
ROE	12,2%	-		15,2%
ROA	2,1%	-		2,9%
EPS (VNĐ)	1.502	-		1.961
Giá trị sổ sách (VNĐ)	11.951	12.402		10.685
Tỷ lệ cổ tức	-		-	12%

Nguồn: VST, VDSC ước tính

So với báo cáo lần đầu, diễn biến của ngành đã không diễn ra như kỳ vọng. Sự sụt giảm mạnh từ tháng 5 đến tháng 7/2010 đã làm giá cước giảm mạnh. Một vài điều chỉnh được thực hiện như sau: (1) Triển vọng ngành vận tải biển trong thời gian tới và các dự phóng về doanh thu và lợi nhuận của VST trong 2010, (2) Mức giá hợp lý của cổ phiếu VST ở thời điểm hiện tại và (3) Thời hạn đầu tư kỳ vọng.

**Ngành vận tải biển (hàng rời) đang diễn biến ổn định hơn, sự giảm mạnh là khó xảy ra và có thể có khả năng tăng nhẹ từ nay đến cuối năm 2010.**

Sau chuỗi 35 ngày sụt giảm liên tiếp vào giai đoạn cuối tháng 5 đến giữa

## CTCP Vận tải và Thuê tàu biển Việt Nam

428 Nguyễn Tất Thành, P.18, Q.4,

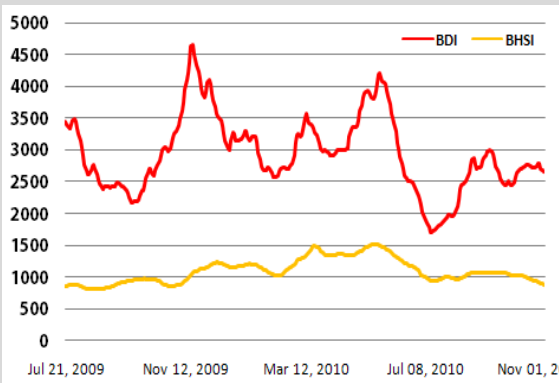
Tp. Hồ Chí Minh.

ĐT: (84 – 8) 3940.4271

Fax: (84 – 8) 3940.4711

Website: www.vitranschart.com.vn

**Diễn biến chỉ số BDI & BHSI**



Nguồn: Baltic Exchange

tháng 7/2010, chỉ số BDI bắt đầu bước vào quá trình hồi phục. Sự hồi phục là đầy gặp ghềnh và phụ thuộc vào hoạt động giao thương các loại nguyên vật liệu thô của ngành Thép tại Trung Quốc.

Nguyên liệu và sản phẩm của ngành công nghiệp sản xuất thép chiếm hơn 50% tổng nhu cầu vận tải hàng rời của toàn cầu. Trong vài năm trở lại đây, ảnh hưởng của Trung Quốc lên nhu cầu vận tải hàng rời và giá cước ngày càng lớn khi sản lượng sản xuất thép thô của Trung Quốc luôn chiếm xấp xỉ 50% tổng sản lượng thép sản xuất trên toàn cầu. Những thay đổi về sản lượng nhập quặng sắt và than cốc của Trung Quốc chính là nguyên nhân chủ yếu dẫn đến sự sụt giảm mạnh vào tháng 5 – 7/2010 và cũng chính là nguyên nhân dẫn đến sự hồi phục sau đó.

Từ nay đến cuối năm 2010 và đầu 2011, sản lượng nhập khẩu quặng sắt và các nguyên liệu khác của Trung Quốc được dự báo sẽ được giữ vững ở mức ổn định và có thể có sự tăng nhẹ vì lượng hàng tồn kho nguyên liệu hiện tại ở các nhà máy thép ở Trung Quốc đã xuống thấp, và mức giá hiện tại được đánh giá là khá hợp lý để có thể tích trữ trở lại.

Những yếu tố trên là cơ sở để có thể kỳ vọng vào diễn biến khó có thể xấu đi của ngành vận tải biển toàn cầu trong những tháng cuối của một năm đầy biến động như năm 2010.

***Nguồn hàng được khai thác tốt giúp bù đắp sự sụt giảm nhẹ trong giá cước khiến doanh thu Q3 không quá biến động so với Q2.***

Nhờ đội tàu trẻ, năng lực cạnh tranh cao và mối quan hệ tốt với các nhà môi giới hàng hải quốc tế, nguồn hàng vận chuyển của VST vẫn được đảm bảo ở mức ổn định qua các quý. Hiện tại, phần lớn đội tàu của VST đã được ký hợp đồng vận chuyển đến hết tháng 11, có một số tàu đã có hợp đồng đến hết năm 2010. Có thể nói vấn đề sụt giảm nguồn hàng không phải là mối lo quá lớn đối VST trong giai đoạn hiện nay.

Sau giai đoạn sụt giảm chung của ngành vào tháng 5/2010, chỉ số BHSI có diễn biến giao động xung quanh mức 950 điểm (+/- 100). Chỉ số ở mức này là có thể đảm bảo mức lợi nhuận nhất định cho VST tuy trong Q3, giá cước thấp hơn giai đoạn cao điểm nhất vào tháng 5 khoảng 10% - 15% và được dự báo sẽ khó có khả năng biến động mạnh từ giờ đến cuối năm.

Trong Q3, VST ghi nhận được 501 tỷ doanh thu thuần, giảm nhẹ 2,7% so với Q2. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q3 lại tăng mạnh lên 24,9% so với 20,5 và 20,8% của 2 quý trước. Một phần của sự cải thiện trên là chi phí giá nguyên liệu dầu (chiếm 30% - 35% cơ cấu giá vốn) bình quân trong Q3 giảm nhẹ 5% - 7% so với 2 quý trước.

***Doanh thu ổn định nhưng kết quả lợi nhuận sụt giảm mạnh do chi phí tài chính quá lớn.***

Doanh thu ghi nhận trong Q2 và Q3 tăng so với Q1, tỷ suất lợi nhuận gộp cũng được cải thiện cao hơn nhưng các con số lợi nhuận lại giảm dần. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của Công ty trong Q3 chỉ đạt 17,1 tỷ; giảm so với 31,7 tỷ (Q1) và 20,4 tỷ (Q2). Sự tăng lên trong lợi nhuận gộp thu không đủ bù đắp sự tăng lên trong chi phí tài chính, đặc biệt là các khoản phân bổ trước chi phí chênh lệch tỷ giá trong kỳ.

Tổng dư nợ vay ngân hàng của VST tính đến thời điểm cuối Q3/2010 là 2.385

**Khả năng sinh lời**

	2008	2009	9T/2010	
			VST	Ngành
LN Gộp/DT	11%	15%	22%	18%
LN HĐKD/DT	7%	9%	5%	4%
LNST/DT	9%	5%	5%	5%
ROA	7%	2%	-	-
ROE	38%	12%	-	-

Nguồn: BCTC VST

**Cấu trúc tài chính**

	2008	2009	Q3/2010	
			VST	Ngành
Cấu trúc tài sản				
Phải thu/TTS	3%	4%	3%	8%
TSCĐ/TTS	70%	88%	89%	82%
Cấu trúc vốn				
Tổng nợ/TTS	80%	82%	82%	69%
Nợ vay dài hạn/ nợ vay NH	83%	81%	81%	87%
Nợ vay/TTS	65%	72%	71%	58%

Nguồn: BCTC VST

**Danh sách đội tàu hiện tại của VST**

#	Tàu	Trọng tải (DWT)	Tuổi
1	VTC Glory	23.620	12
1	VTC Tiger	28.666	12
2	VTC ACE	24.157	14
3	VTC Phoenix	22.762	1
4	VTC Ocean	23.492	11
5	VTC Planet	22.176	17
6	VTC Sun	23.581	14
7	VTC Dragon	22.500	3
8	VTC Sky	24.260	13
9	VTC Light	21.964	15
10	VTC Globe	23.826	15
11	VTC Star (*)	22.273	20
12	Phuong Dong 1(*)	15.136	24
14	Phuong Dong 3 (*)	15.147	24
15	Vien Dong 3	6.523	6
16	Vien Dong 5	6.058	5
<b>Tổng trọng tải</b>		<b>302.521</b>	<b>12.9</b>

(\*) các tàu đã hoặc sắp hết khấu hao

**Cơ cấu tài sản tính đến 30/06/2010 của một số doanh nghiệp vận tải biển**

	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 DN

tỷ đồng, tương ứng 71% tổng tài sản. So với cuối 2009, tổng vốn huy động từ hệ thống ngân hàng của VST đã tăng 18,9% nhằm tài trợ cho hoạt động đầu tư thêm tàu VTC Tiger (trọng tải 28.666 DWT, tổng vốn ước tính khoảng 17 triệu USD) và VTC Glory (23.620 DWT – 18 triệu USD). Trước đó, dư nợ vay của Công ty trong 2009 cũng đã tăng hơn 21% khi thực hiện đầu tư 2 tàu trong năm. Nợ vay và lãi suất vay cũng trong xu hướng đi lên từ đầu năm là những yếu tố khiến chi phí lãi vay theo từng quý của VST gia tăng, đặc biệt trong Q3, chi phí lãi vay lên đến 54,4 tỷ; tương đương 88% so với tổng chi phí lãi vay 2 quý đầu.

Vốn vay đầu tư tàu đều là USD, do đó bên cạnh chi phí lãi vay tăng cao khi đến những kỳ thanh toán lãi vay hàng năm, chi phí tài chính còn chịu áp lực từ chi phí chênh lệch tỷ giá (cả thực hiện và chưa thực hiện) khi đồng VND luôn trong xu hướng giảm giá so với USD trong vài năm gần đây.

Vào tháng 02/2010, NHNN đã thực hiện điều chỉnh tỷ giá USD/VND tăng 604 đồng từ 17.941 đồng/USD lên mức 18.544 đồng/USD. Ngày 17/08/2010, NHNN tiếp tục điều chỉnh tỷ giá thêm 2%, tỷ giá bình quân liên ngân hàng VND/USD từ 18.544 lên 18.932. Như vậy, tính từ đầu năm 2010, đồng VND đã mất đi 5,5% giá trị, tương ứng 992 VND/USD.

Số dư nợ vay ngoại tệ của VST ước tính vào cuối niên độ tài chính 2010 vào khoảng 75 triệu USD. Ước tính sơ bộ cho thấy tổng giá trị khoản chi phí chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện của VST trong năm 2010 sẽ khoảng 75 tỷ đồng. Lũy kế đến hết Q3, Công ty đã thực hiện phân bổ trước khoảng 25 tỷ. Trong năm 2010, VST sẽ phải phân bổ 1 phần khoản chi phí này của 2009 còn đang treo, ước tính khoảng 10 tỷ - 12 tỷ.

**Không chỉ VST, các doanh nghiệp khác trong ngành cũng phải đối mặt với bài toán nan giải tỷ giá.**

So với một doanh nghiệp khác trong ngành là VOSCO (VOS), hiệu quả hoạt động của VST cho thấy sự hiệu quả hơn trong khả năng khai thác nguồn hàng và bảo đảm tỷ suất sinh lợi gộp. Trong Q3, VOS đã phải ghi nhận lỗ trong hoạt động kinh doanh chính. Nguyên nhân cũng đến từ khoản phân bổ chi phí chênh lệch tỷ giá 85 tỷ phân bổ trong 9 tháng, trên tổng số 106 tỷ tạm ước tính cho cả niên độ 2010.

**Nguồn thu nhập khác từ thanh lý tàu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu thu nhập quý 4 cũng như cả năm của VST.**

Trong năm 2010 VST đã thực hiện thanh lý hai tàu đã hết khấu hao là Far East và Phương Đông 2 thu về tương ứng 28 tỷ đồng và 2,8 triệu USD (ước tính tương đương hơn 50 tỷ đồng)

Khoản thu từ thanh lý tàu Far East đã được hạch toán trong Q2. Trong Q4 khoản thu nhập khác từ thanh lý tàu Phương Đông 2 sẽ được hạch toán. Khoản này sẽ đóng góp nhiều trong kết quả lợi nhuận trong quý 4 khi áp lực từ các chi phí lãi vay, tài chính sẽ rất nặng nề vào thời điểm cuối năm.

**Theo kế hoạch phát triển đội tàu của VST đến 2015, nguồn thu nhập từ thanh lý các tàu cũ tiếp tục đóng góp thu nhập trong ít nhất 2 năm kế tiếp.**

Theo kế hoạch phát triển dài hạn, VST sẽ đầu tư mua thêm 2 tàu cũ và đóng mới 2 tàu trong 2011, năm tiếp theo sẽ đầu tư thêm 2 tàu cũ. Tất cả các tàu

**Diễn biến doanh thu từng quý trong năm 2010**

	<b>Quý 01</b>	<b>Quý 02</b>	<b>Quý 03</b>	<b>Quý 04F</b>
Sản lượng	NA	NA	1,8 triệu tấn (*)	2,7 triệu tấn (*)
DT	421	515	501	465
Giá vốn	334	408	376	408
LN gộp	86	107	125	83
Tỷ suất LNG (%)	20,5	20,8	24,9	17,9

*Nguồn: VDSC tổng hợp & dự phóng*

**Ước tính chi phí lãi vay và chi phí tài chính**

	<b>Quý 4/2010F</b>	<b>2010F</b>
Dư nợ ước tính cuối kỳ (tỷ đồng)	2.359	2.359
Chi phí lãi vay/nợ vay	2,3%	7,2%
Chi phí lãi vay (tỷ đồng)	54	170
Dư nợ vay USD ước tính (triệu USD)		75
Mức chênh lệch tỷ giá giả định cho niên độ 2010		991
Chi phí chênh lệch tỷ giá của 2010 ước tính (tỷ đồng)	-	75
Chi phí chênh lệch tỷ giá phân bổ từ 2009 (tỷ đồng)	-	12

*Nguồn: VDSC tổng hợp & dự phóng*

đều thuộc cỡ Handysize và có độ tuổi trung bình từ 8 – 10 tuổi. VST cũng đã xây dựng kế hoạch thanh lý các tàu cũ nhằm bảo đảm độ tuổi bình quân của đội tàu và hiệu suất hoạt động, từ đó duy trì sức cạnh tranh tìm kiếm nguồn hàng. Theo đó, trong năm 2011 và 2012, mỗi năm Công ty có kế hoạch thanh lý 2 tàu. Với triển vọng giá tàu sẽ phục hồi theo tình hình chung của ngành, có thể nói khoản thu nhập khác từ đây vẫn sẽ có tỷ trọng nhất định trong cơ cấu nguồn thu của VST. Mức độ đột biến của khoản thu nhập khác này sẽ còn tùy thuộc vào kết quả của hoạt động kinh doanh chính của VST trong những năm tương ứng.

**Dự phóng**

Trong báo cáo này, người viết có một số điều chỉnh lại trong dự phóng doanh thu và lợi nhuận dựa trên những diễn biến mới nhất của ngành cũng như của Doanh nghiệp.

Chỉ số BDI và BHSI đã chạm đáy vào trung tuần tháng 07 và đi lên sau đó. Sự hồi phục nhẹ của giá cước và nhu cầu vận tải đến nay đang diễn ra trong sự hoài nghi về tính bền vững thật sự của sự phục hồi. Người viết nhận định sự đi lên của ngành sẽ tạm thời phụ thuộc nhiều vào chính sách vĩ mô của Trung Quốc và sẽ không biến động quá mạnh trong 3 tháng cuối năm 2010.

Lũy kế đến hết 9T/2010, VST đã thực hiện vận chuyển được khoảng 1,9 triệu tấn sản lượng hàng hóa và 16,7 tỷ TKm (tấn km) sản lượng luân chuyển. So với kế hoạch, VST đã hoàn thành 90% kế hoạch sản lượng vận chuyển và 78% sản lượng luân chuyển.

Triển vọng sản lượng vận chuyển trong Q4 sẽ khả quan hơn 3 quý trước vì đây là mùa ép mía đường tại Brazil. VST có khả năng khai thác hiệu quả các hợp đồng vận chuyển đường từ Brazil đi các nước trong khu vực Nam Mỹ vào khoảng thời gian này trong năm.

Sản lượng vận chuyển cả năm ước đạt khoảng 2,7 triệu tấn; tương đương tăng trưởng 31% so với thực hiện năm trước. Giá cước bình quân trong năm 2010 được giả định sẽ cao hơn mức bình quân 2009 khoảng 20%. Doanh thu từ hoạt động vận tải ước đạt khoảng 1.702 tỷ. Cộng với doanh thu từ hoạt động thương mại và các hoạt động khác, doanh thu cả năm của VST ước đạt xung quanh mức 1.900 tỷ; vượt kế hoạch 7,2%.

Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q4 sẽ khó duy trì ở mức cao như Q3 khi giá dầu đã tăng trên 80 USD/thùng và có nhiều khả năng tiếp tục tăng trong thời gian tới. Tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính cả năm ước đạt khoảng 21,1%.

Chi phí bán hàng, chi phí quản lý lẫn lượt ước tính chiếm khoảng 2,6% và 2,8% doanh thu thuần.

Đối với khoản chi phí tài chính, hiện tại việc hạch toán khoản lỗ tỷ giá chưa thực hiện do đáng giá lại số dư các khoản vay dài hạn vào cuối kỳ kế toán vẫn đang được thực hiện theo hướng dẫn tại Thông tư 201/TT-BTC ban hành ngày 15/10/2009. Tất cả khoản hạch toán lỗ tỷ giá do đánh giá lại nếu không làm doanh nghiệp bị lỗ sẽ phải được hạch toán vào trong niên độ. Số dư nợ ngoại tệ dài hạn cuối kỳ 2010 của VST vào khoảng 75 triệu USD. Chi phí chênh lệch tỷ giá ước tính khoảng 75 tỷ cho năm 2010 và khoảng 10 – 12 tỷ phân bổ phần còn lại từ 2009.

Hiện tại, các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam đều đang rất “kêu” với

**Cơ cấu nguồn thu VST 2009 và 2010F**

	2009	2010F
Doanh thu	1.283	1.902
LNG	190	401
LNHDKD	1.1	46
Thu nhập thanh lý TSCĐ	101	81
LNTT	80	127
LNR	60	96

*Nguồn: VST & VDSC ước tính*

**Tổng hợp P/E và P/B ngành**

Mã	Vốn hóa	P/E trailing	P/B
GMD	2.230,0	9,0	1,0
SFI	132,6	1,3	0,8
VFC	283,7	13,0	1,0
VNA	262,0	4,9	0,8
VTO	651,6	10,6	0,9
VSC	757,9	4,6	1,6
VOS	1.288,0	13,5	0,8
VFR	255,0	14,7	1,3
	<b>5.860,8</b>	<b>9,7</b>	<b>1,0</b>

*Nguồn: VDSC tổng hợp*

Thông tư trên vì khoản chi phí trên thực chất là loại chi phí không bằng tiền. Tuy nhiên, trước khi có thay đổi trong cách thức hạch toán, dự phóng sẽ được thực hiện đúng như quy định hiện hành.

Như đã đề cập ở trên, khoản lỗ tỷ giá của riêng năm 2010 ước tính vào khoảng 75 tỷ đồng, khoản phân bổ từ năm 2009 trong niên độ 2010 khoảng 12 tỷ. Chi phí lãi vay ước tính khoảng hơn 160 tỷ. Tổng chi phí tài chính của VST trong năm 2010 vào khoảng 321 tỷ đồng.

Thu nhập từ thanh lý 2 tàu cũ ước khoảng 81 tỷ. Nguồn thu này có vai trò rất lớn trong nỗ lực hoàn thành kế hoạch niên độ 2010 của VST.

Lợi nhuận trước thuế ước đạt 127 tỷ, vượt nhẹ so với 120 tỷ kế hoạch. Lợi nhuận ròng của VST của năm 2010 ước đạt 96,5 tỷ; tương ứng mức EPS bình quân 2010F khoảng 1.962 đồng/cổ phiếu. Giá trị sổ sách khoảng 14.463 đồng/cổ phiếu.

**Định giá**

Hai phương pháp định giá P/E và P/B được sử dụng để định giá cổ phiếu VST. Các chỉ số P/E và P/B của ngành được điều chỉnh trên cơ sở những thông tin mới về các DN trong ngành (có loại trừ một số DN có P/E và P/B trailing quá đột biến, có thể gây biến động mạnh chỉ số chung của ngành).

P/E và P/B trung bình ngành hiện tại đang ở mức 9,7 và 1,0 lần. Chúng tôi sử dụng một hệ số chiết khấu khoảng 10% vì nhìn chung ngành vận tải biển vẫn còn nhiều khó khăn trong hiện tại và triển vọng tương lai phụ thuộc vào nhiều yếu tố khó lường trước, ngoài ra, vấn đề chênh lệch tỷ giá vẫn tồn tại như một gánh nặng đối với mỗi doanh nghiệp trong ngành.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	17.049	60%	9.661
P/BV	11.275	40%	4.259
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>13.921</b>

**Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu**

Mã CK	Market Cap	DT 2009	LNST 2009	EPS	BV	Trailing P/E	P/BV	9T/2010			
	19/11/2009			4 quý	31/09/09		19/11/2010	Doanh thu	LNST		
	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(VND/cp)	(VND/cp)	(x)	(x)	(tỷ VND)	%KH	(tỷ VND)	% KH
GMD	2.230	3.634	1.772	3.127	46.963	9,0	0,6	1.415,06	79%	109,2322	63%
PVT	2.163	1.929	-17	494	9.913	18,8	0,9	1.664,00	59%	62,8	50%
VOS	1.288	1.939	53	376	10.290	24,5	0,9	1.987,09	82%	96,835523	121%
VSC	758	1.029	458	13.778	41.546	4,6	1,5	374,21	78%	125,54038	134%
VTO	652	1.009	1.165	773	12.654	10,6	0,6	991,65	87%	49,507483	105%
VST	614	1.283	60	4.946	9.880	2,1	1,1	1.464,62	83%	68,337	76%
VIP	574	1.280	1.213	308	13.450	31,2	0,7	1.014,27	70%	29,16289	52%
VFR	257	226	14	1.155	13.047	14,8	1,3	198,46	-	10,540643	-
VNL	122	226	24	2.685	13.732	5,0	1,0	257,43	103%	20,730258	118%

*Nguồn: Stox, VDSC tổng hợp*



**PHỤ LỤC**

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)</b>				
Doanh thu	1.408	2.136	1.283	1.902
Lợi nhuận HĐKD	181	141	112	299
Lợi nhuận trước thuế	101	266	80	127
Lợi nhuận sau thuế	98	192	60	96
EBIT	166	377	183	293
EBITDA	345	1.045	309	584
<b>Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)</b>				
Tiền mặt	106	254	64	38
Tài sản ngắn hạn	487	205	230	258
Tài sản cố định	1.048	1.804	2.463	2.827
Tổng tài sản	2.197	2.557	2.798	3.202
Tổng nợ vay	1.145	1.653	2.006	2.282
Tổng nợ	1.714	2.054	2.306	2.611
Vốn chủ sở hữu	449	482	478	586
<b>Tốc độ tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	-25,3%	51,6%	-39,9%	48,3%
Lợi nhuận trước thuế	153,6%	163,6%	-69,8%	58,0%
Lợi nhuận sau thuế	187,4%	96,3%	-68,7%	60,6%
Tổng tài sản	57,4%	16,4%	9,4%	14,4%
Vốn chủ sở hữu	11,2%	4,2%	-2,1%	22,5%
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	18,3%	11,1%	14,8%	21,1%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	7,2%	12,5%	6,3%	6,7%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	6,9%	9,0%	4,7%	5,1%
ROA	4,4%	7,5%	2,1%	3,0%
ROE	20,2%	38,1%	12,2%	16,3%
<b>Hiệu quả hoạt động (lần)</b>				
Vòng quay Tổng tài sản	0,6	0,8	0,5	0,6
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	2,9	4,2	2,6	3,2
Vòng quay các khoản phải thu	3,5	25,5	13,0	20,0
Vòng quay hàng tồn kho	16,8	42,9	14,7	15,4
Vòng quay các khoản phải trả	2,0	4,9	4,0	5,0
<b>Khả năng thanh toán (lần)</b>				
Khả năng thanh toán hiện hành	0,71	0,68	0,45	0,46
Khả năng thanh toán nhanh	0,63	0,61	0,34	0,31
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,13	0,37	0,10	0,06
<b>Cấu trúc vốn (%)</b>				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	52,1%	64,7%	71,7%	71,3%
Nợ vay / Tổng tài sản	78,0%	80,3%	82,4%	81,6%
Tổng nợ / Tổng tài sản	1.408	2.136	1.283	1.902

**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
09/06/2010	Lần đầu	Mua	23.000	31.000 (*)

(\*) Tương ứng giá điều chỉnh sau khi chia thưởng 100:17,5 và phát hành thêm 100:30 là 23.000

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu 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 công ty 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.

**Các loại khuyến cáo**

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**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](http://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.**