



CTCP Đại lý GNVT Xếp dỡ Tân Cảng (TCL-HSX)

Động lực tăng trưởng đến từ ICD Nhơn Trạch

- Kinh nghiệm hoạt động và sự hỗ trợ đặc lực từ Tân Cảng Sài Gòn
- Khu vực miền Nam là đầu tàu kinh tế và hàng hóa của Việt Nam
- Hiệu suất khai thác ICD Nhơn Trạch cao hơn sẽ kéo lợi nhuận tăng trưởng trở lại
- Nhu cầu đầu tư giảm dần mở ra khả năng Công ty tăng mức chi trả cổ tức

Quan điểm và Định giá:

CTCP Đại lý Giao nhận Vận tải Xếp dỡ Tân Cảng (TCL-HSX) là công ty con của TCT Tân Cảng Sài Gòn chuyên cung cấp dịch vụ hậu cần cảng (xếp dỡ, kho bãi container, đóng rút hàng) tại cảng Cát Lái và gần đây là ICD Nhơn Trạch (Đồng Nai). Địa bàn hoạt động chủ lực ở Đông Nam Bộ nơi có hoạt động sản xuất công nghiệp sôi động nhất Việt Nam và sự giúp đỡ về quỹ đất từ Công ty mẹ phục vụ mở rộng sản xuất kinh doanh là những lợi thế của TCL. Trong ngắn hạn, KQKD của TCL sẽ khó có sự đột biến do hoạt động ở khu vực Cát Lái đã quá tải, cơ sở hạ tầng khai thác liên quan chủ yếu thuê ngoài dẫn đến biên lợi nhuận thu về thấp.

Về trung và dài hạn, chúng tôi kỳ vọng dự án ICD Nhơn Trạch (cảng cạn) sẽ gia tăng hiệu quả nhờ vào (1) hoạt động giao thương tăng lên khi các doanh nghiệp FDI đầu tư vào khu vực này đón đầu các FTAs và (2) xu hướng dịch chuyển cơ sở sản xuất công nghiệp về phía Đồng Nai và Bà Rịa Vũng Tàu khi quỹ đất khu vực Bình Dương và TP.HCM ngày càng hẹp dần. Tuy nhiên, để phát triển bền vững trong thị trường cạnh tranh khốc liệt sắp tới, TCL cần phải tận dụng các ưu thế sẵn có để mở rộng mạng khách hàng cho riêng Công ty và giảm rủi ro lệ thuộc vào Công ty mẹ. Bên cạnh hoạt động kinh doanh đánh giá khá ổn định, TCL còn duy trì mức cổ tức tiền mặt khá tốt (năm 2016: 1.500 đồng) và khả năng sẽ tăng lên khi nhu cầu đầu tư giảm đi. Với những phân tích trên, chúng tôi khuyến nghị **Tích Lũy** trong **Dài Hạn** cho cổ phiếu TCL với mức giá hợp lý năm 2016 là **34.000 đồng** (tương ứng mức tăng 19%).

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2014	FY2015	FY2016F	FY2017F
Doanh thu thuần	753	750	813	861
% tăng trưởng	9%	0%	8%	6%
LNST của Cty mẹ	100	90	93	98
% tăng trưởng	15%	-10%	3%	5%
Tỷ suất LNST (%)	13	12	11	11
ROA (%)	13	11	10	10
ROE (%)	21	18	16	16
EPS (VND)	4.291	3.879	3.983	4.191
EPS đ/chỉnh (VND)	4.291	3.879	3.983	4.191
Giá trị sổ sách (VND)	23.423	25.464	28.334	30.422
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.800	1.500	1.500	N/A
P/E (x)	7,5	7,9		
P/BV (x)	1,4	1,2		

Nguồn: TCL, RongViet Research, *Đã điều chỉnh việc trích chi phí phúc lợi-khen thưởng(10%/LNST) và tính trên SLCPH tại 16/06/2016.

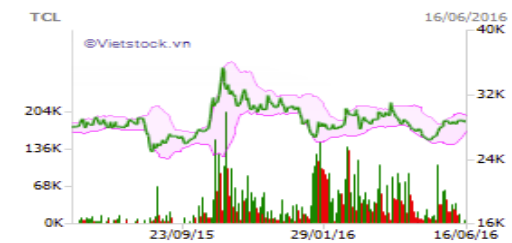
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	28.500
Giá mục tiêu (VND)	34.000

Thời gian đầu tư	Dài hạn
------------------	---------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Kho vận
Vốn hóa (tỷ đồng)	605
SLCPDLH	20.943.893
Beta	0,5
Free Float (%)	36,3
Giá cao nhất 52 tuần	33.700
Giá thấp nhất 52 tuần	23.700
KLGD bình quân 20 phiên	20.000



Nguồn: Vietstock

Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
TCL	0,0	7,9	67,4
Vận tải công nghiệp	1,1	28,4	138,0
VN30 Index	7,1	3,5	11,1
VN Index	9,2	7,0	23,2

Cổ đông lớn (%)

TCT Tân Cảng Sài Gòn	51,0
Mutual Fund Elite	8,1
Vietnam Equity Holding	4,6
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	35,8

Nguyễn Hải Hoàng

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1319

hoang.nh@vdsc.com.vn

TCL là nhà cung ứng dịch vụ logistics giàu kinh nghiệm; hoạt động của TCL có sự hỗ trợ đặc lực từ đơn vị khai thác cảng lớn nhất Việt Nam – TCT Tân Cảng Sài Gòn

Tổng Công ty Tân Cảng Sài Gòn (Saigon Newport), trực thuộc Bộ Quốc Phòng, là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực khai thác cảng container, kho vận và vận tải biển nội địa. Hệ thống tài sản liên kết (cảng, kho bãi, đội xe) trải dài từ Bắc vào Nam, qua các vị trí cửa ngõ thương mại trọng yếu giúp Tổng công ty thiết lập vị thế và năng lực cạnh tranh vượt trội so với các đối thủ. Hiện tại, Tổng công ty đang chiếm 85% sản lượng container thông quan ở miền Nam và 50% thị phần khai thác cảng toàn quốc.

CTCP Đại lý Giao nhận Vận tải Xếp dỡ Tân Cảng (TCL-HSX) là đơn vị thành viên của Tổng Công ty Tân Cảng Sài Gòn (Saigon Newport). Là một mắt xích trong chuỗi dịch vụ của Saigon Newport, TCL cung cấp các dịch vụ hậu cần sau cảng gồm xếp dỡ container, khai thác Depot và đóng rút hàng tại các cảng biển đang khai thác bởi Công ty mẹ (Cát Lái, Nhơn Trạch và Tân cảng 128). Hoạt động khai thác Depot và xếp dỡ container tại bãi đóng góp lần lượt 46% và 42% vào tổng doanh thu của TCL. Với mục đích hoàn thiện và đa dạng hóa chuỗi dịch vụ, Công ty cũng tham gia góp vốn vào các công ty liên kết hoạt động trong cùng lĩnh vực (Bảng 01).

Bảng 01: Danh sách các đơn vị liên kết của TCL

Công ty	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỉ lệ sở hữu	Hoạt động chính
CTCP Tân Cảng 128 – Hải Phòng	92	36%	Khai thác cảng, kho bãi
CTCP Tân Cảng Bến Thành	150	36%	Vận tải, xếp dỡ hàng hóa
CTCP Vận tải biển Tân Cảng	60	50%	Vận tải biển nội địa
CTCP Tiếp vận Tân Cảng Đồng Nai	20	20%	Vận tải, xếp dỡ hàng hóa
CTCP Cát Lái IPD	50	20%	Kho bãi

Nguồn: TCL, RongViet Research tổng hợp

TCL cùng với Xí nghiệp cơ giới xếp dỡ Tân Cảng là hai đơn vị cung cấp dịch vụ xếp dỡ hàng hóa tại cảng container lớn nhất Việt Nam – Cát Lái (TP.HCM) với thị phần gần như tương đương. Doanh thu phát sinh từ cảng Cát Lái hiện chiếm gần 90% trên tổng doanh thu của TCL. Bên cạnh yếu tố kinh nghiệm hoạt động, lợi thế là Công ty con của Saigon Newport giúp TCL có thể mở rộng hoạt động kinh doanh tại những vị trí đặc địa ở miền Nam, đặc biệt là TP.HCM, Đồng Nai và Bình Dương nhờ vào nguồn quỹ đất của Công ty mẹ. Ở hướng ngược lại, triển vọng và hướng đi của TCL, theo chúng tôi, cũng chịu ảnh hưởng khá lớn từ quy hoạch chung của Tổng Công ty, dẫn đến sự thiếu linh hoạt và bứt phá về tăng trưởng.

Thực trạng cảng Cát Lái luôn trong tình trạng quá tải với dư địa tăng trưởng bốc xếp hàng hóa không còn nhiều, TCL đã đầu tư và đưa vào khai thác cảng ICD Nhơn Trạch (công suất 180.000Teus/năm) tại Đồng Nai cho tầm nhìn dài hạn. Hiện tại, Việt Nam có khoảng 20 ICDs (cảng cạn) phân bố tương đương giữa hai miền Nam-Bắc. Trong tương lai, khi nhu cầu hàng hóa gia tăng mạnh và năng lực cảng biển không mở rộng được nữa, các ICDs sẽ đóng vai trò là cảng chuyển tải (bằng sà lan) và trở thành địa điểm thông quan hàng hóa nối dài của cảng biển. Vị trí của ICDs và Depot cũng quan trọng không kém khi các ICD Phước Long (GMD-HSX), ICD Tân cảng Sóng Thần (SNP), ICD Transimex (TMS-HSX), ICD Sotrans (STG-HSX), ICD Long Bình luôn có hiệu suất khai thác cao nhờ tọa lạc tại các trung tâm hàng hóa (trong các KCN) hoặc các đầu mối giao thông thuận lợi gần cảng biển (Xa lộ Hà Nội, Tân Vạn, Hiệp Phước, Tân Thuận).

Bảng 02: Thiết bị hoạt động của TCL

Khu vực hoạt động	Hoạt động	Thiết bị	Số lượng	Tình trạng sở hữu
Cát Lái	Xếp dỡ tại bãi	Cầu KE	2	Sở hữu
		Cầu RTG	7	
	Xếp dỡ tại bến sà lan 125	Cầu KE	2	
	Đóng rút	Băng chuyển	5	
	Đội xe	Xe đầu kéo	10	
		Xe nâng	14	
Nhơn Trạch	Xếp dỡ và đóng rút	Cầu liebherr	2	Thuê
		Băng chuyển	2	
		Cầu RTG	2	

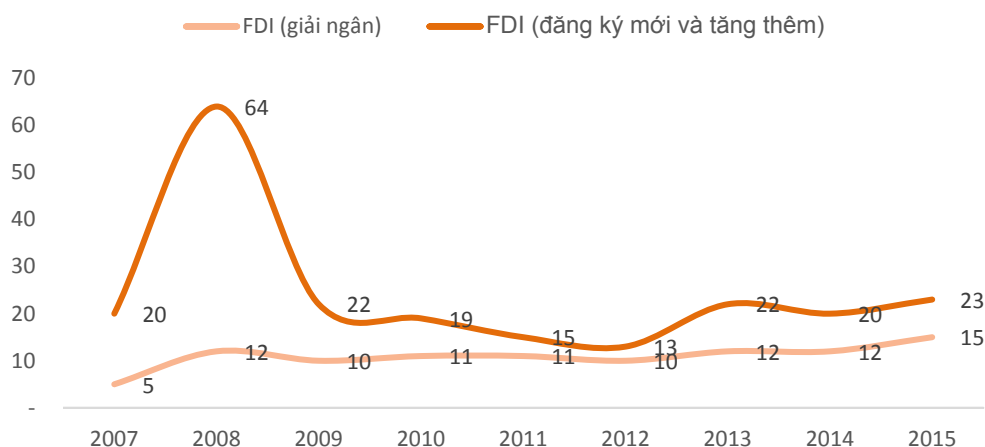
Nguồn: TCL, RongViet Research tổng hợp

Hoạt động logistics ở khu vực miền Nam được hỗ trợ bởi sự dịch chuyển về hạ tầng công nghiệp và tăng trưởng thương mại

Tứ giác kinh tế Đông Nam Bộ là địa điểm hấp dẫn của các doanh nghiệp FDI

Tiềm năng về nhu cầu các dịch vụ hậu cần cảng ở khu vực Đông Nam Bộ là khá lớn hỗ trợ bởi hoạt động sản xuất công nghiệp sôi nổi, hệ thống hạ tầng giao thông được đầu tư và cơ chế kinh doanh tương đối thông thoáng. Tứ giác kinh tế Đông Nam Bộ (gồm TP.HCM, Đồng Nai, Bình Dương và Bà Rịa-Vũng Tàu) có tốc độ phát triển rất nhanh nhờ vào nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào khu vực này. Theo số liệu báo cáo của FIA, trong năm 2015, 4 tỉnh thành này thu hút tổng cộng ~ 9,8 tỷ USD tương đương 40% tổng vốn FDI (đăng ký mới và tăng thêm) của cả nước và luôn đạt trên 1/3 tổng vốn FDI vào Việt Nam trong 05 năm gần nhất. Trong dài hạn, sự gia tăng đầu tư vào lĩnh vực sản xuất công nghiệp kích thích bởi các hiệp định thương mại tự do như TPP, KVFTA, EVFTA, vv sẽ là động lực chính thúc đẩy sự tăng trưởng về giao thương. Điều này cũng đồng nghĩa lưu lượng hàng hóa luân chuyển và nhu cầu cho các dịch vụ logistics ở Đông Nam Bộ cũng sẽ tăng lên đáng kể.

Đồ thị 01: Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam (tỷ USD)

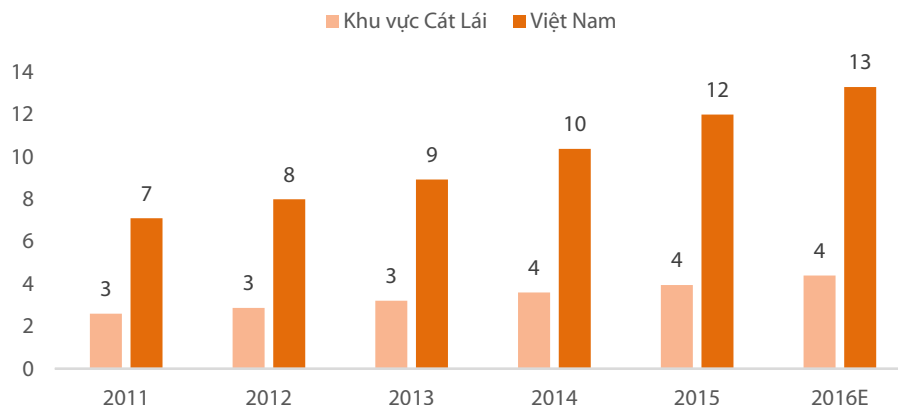


Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Bên cạnh đó, hệ thống đường sá kết nối thuận lợi và gần các cảng biển giúp doanh nghiệp tiết kiệm chi phí kho vận gia tăng sức cạnh tranh. Tứ giác kinh tế này hiện có tổng cộng 88 khu công nghiệp (KCN) và Khu chế xuất (KCX) lớn nhỏ, trong đó các KCN ở Bình Dương (VSIP 1,2,3, Mỹ Phước, Sóng Thần,...), Đồng Nai (Amata, Biên Hòa, Nhơn Trạch,...), TP.HCM (KCX Linh Trung, Tân Tạo, Tân Bình...) có tỷ lệ lấp đầy rất cao, trên 90% nhờ vị trí gần các đầu mối XNK hàng hóa trọng điểm là cảng Cát Lái, cảng Bình Dương, cảng Đồng Nai, cảng Sài Gòn, Tân Thuận và VICT. Khoảng cách trung bình từ các khu công nghiệp này đến cảng biển thường không quá 50Km và thời gian di chuyển ngày càng được rút ngắn nhờ vào các

công trình giao thông kết nối như QL13, Mỹ Phước-Tân Vạn (kết nối các KCN ở Bình Dương); QL51, QL1K (Đồng Nai), Cao tốc TPHCM-Long Thành, Đường Vành đai (TPHCM). Theo TCT Tân Cảng Sài Gòn, tổng lượng hàng container thông quan qua cảng Cát Lái năm 2015 đạt 3,95 triệu Teus (tăng 10% so với cùng kỳ) và chiếm 1/3 tổng lượng container thông quan cả nước. Trong năm 2016, TCT Tân Cảng Sài Gòn đặt mục tiêu tăng trưởng thông quan toàn hệ thống đạt 13% so với năm 2015, trong đó sản lượng hàng qua cảng Cát Lái dự kiến tăng 11,4% so với năm trước.

Đồ thị 02: Hàng hóa container thông quan qua Việt Nam và Cát Lái (triệu Teus)

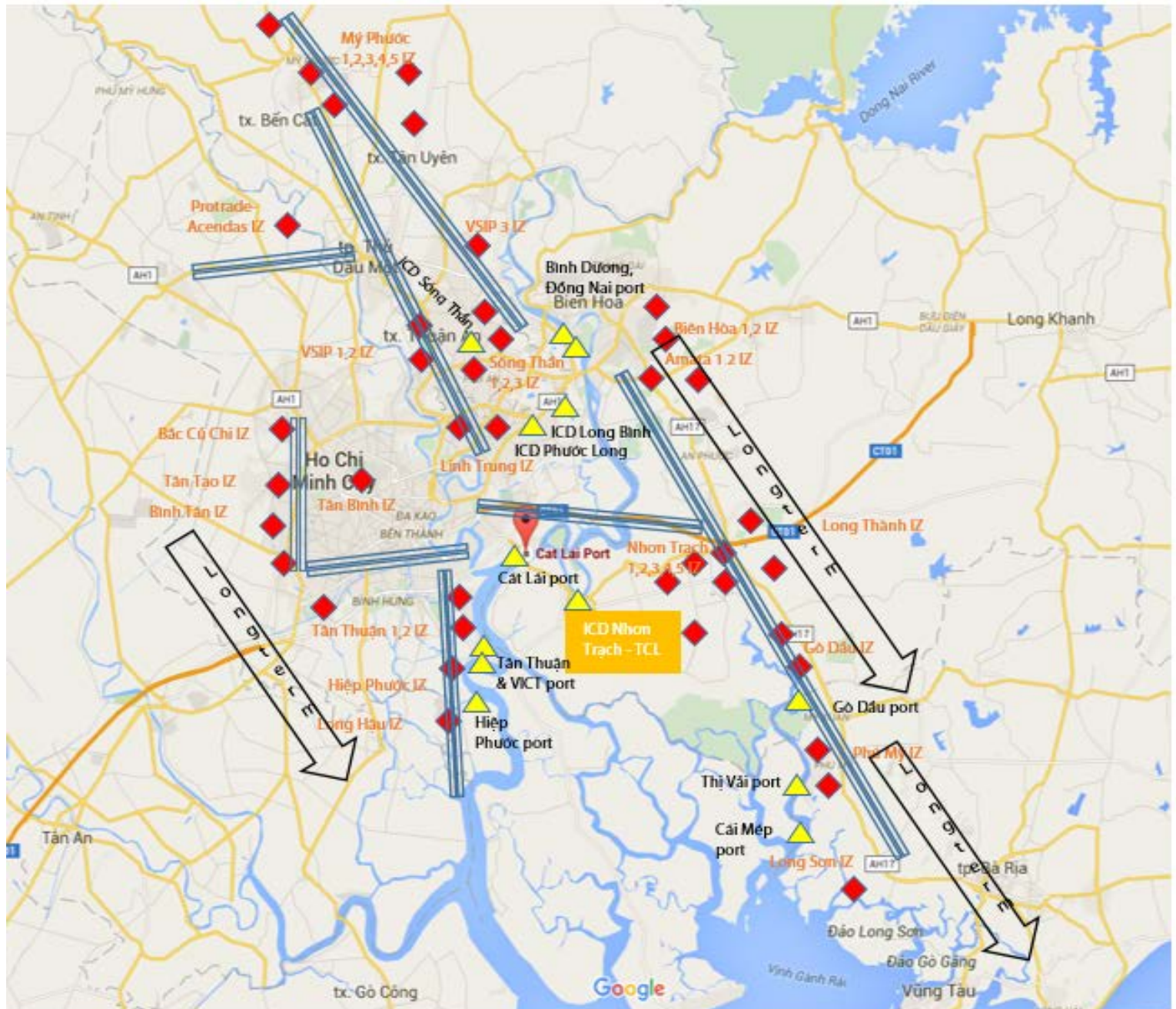


Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Mặt khác, với tốc độ phát triển công nghiệp nhanh do hội nhập, quỹ đất tại có vị trí gần cảng Cát Lái (VSIP, Sóng Thần, Amata, Biên Hòa, Linh Trung, Tân Tạo...) đang cạn dần buộc các KCN phải tìm những vị trí mới. Bên cạnh đó, quy hoạch chung của TP.HCM về việc di dời hạ tầng kho vận (kho bãi, cảng ICD) ra khỏi trung tâm sẽ thay đổi cục diện luân chuyển hàng hóa của tứ giác kinh tế này.

Chúng tôi cho rằng, trong tương lai, khi mà cảng Cát Lái và các KCN hiện hữu không thể mở rộng hơn nữa, thì hoạt động sản xuất công nghiệp sẽ phát triển theo hướng tiến dần ra hướng hạ lưu tập trung vào các KCN như Hiệp Phước, Tân Thuận (TP.HCM), Long Hậu (Long An), Nhơn Trạch, Long Thành, Gò Dầu (Đồng Nai) hay Phú Mỹ (Vũng Tàu). Cùng với những chuyển động đó, hạ tầng giao thông các khu vực nói trên cũng phải được nâng cấp tương ứng, kéo theo sự dịch chuyển của hàng hóa và các doanh nghiệp logistics về khu vực này. Chẳng hạn, VIC đang đầu tư xây dựng hệ thống đường sá kết nối cảng Hiệp Phước trong đề án di dời cảng Sài Gòn ra khỏi nội ô. Đây là một tín hiệu tích cực cho TCT Tân Cảng Sài Gòn và các đơn vị cung cấp dịch vụ hậu cần đi theo như TCL tham gia mở rộng hoạt động kinh doanh tại những địa điểm như Hiệp Phước, Nhơn Trạch và Cái Mép.

Bản đồ: Vị trí các KCN trọng điểm ở Đông nam bộ và hệ thống đường kết nối

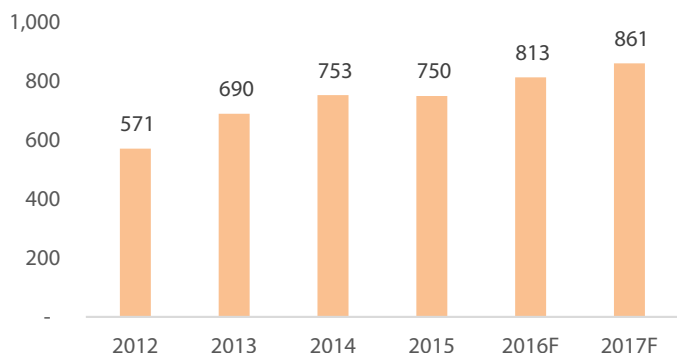


Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sẽ sớm phục hồi khi các dự án mới nâng cao hiệu suất khai thác

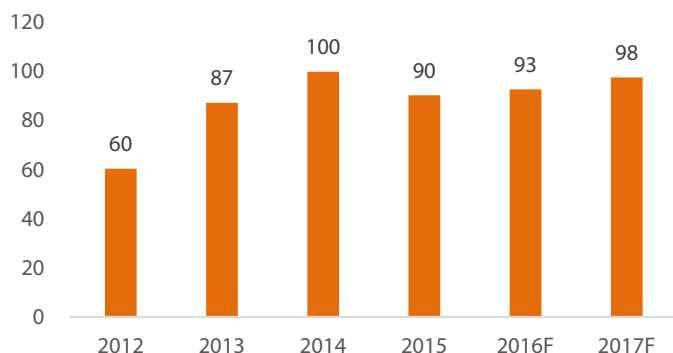
Trong năm 2015, mặc dù TCL ghi nhận Doanh thu tương đương năm 2014 nhưng LNST giảm 10% so với cùng kỳ. LNST sụt giảm là do TCL đã cho Công ty mẹ thuê lại 6 cầu (2 cầu KE và 4 cầu RTG) hoạt động với giá thuê cố định thay vì tự khai thác khiến doanh thu xếp dỡ hàng hóa tại bãi sụt giảm 17%. Thêm vào đó, các dự án đầu tư mở rộng như Depot Mỹ Thủy, ICD Nhon Trach chưa thể khai thác hết công suất trong thời gian đầu. TCL cũng không tham gia vào đợt tăng vốn của cảng Tân Cảng 128 (Hải Phòng) khiến tỉ lệ sở hữu tại cảng này từ quý 3/2015 giảm xuống 36% (thay vì 51%) ảnh hưởng đến lợi nhuận được phân phối. Lợi nhuận ròng từ cảng này hàng năm bình quân 14-16 tỷ đồng. Do đó, với tỉ lệ sở hữu mới, lợi nhuận phân phối từ TC128 cho TCL năm 2016 sẽ giảm khoảng 2 -3 tỷ đồng so với cùng kỳ.

Đồ thị 03: Doanh thu của TCL (tỷ đồng)



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Đồ thị 04: LNST của TCL (tỷ đồng)



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Với phần lớn hoạt động tạo doanh thu đến từ bốc xếp và lưu giữ hàng hóa, KQKD của TCL kỳ vọng nhiều vào tốc độ tăng trưởng hàng hóa qua cảng chủ lực Cát Lái (TP.HCM) và khu vực Nhơn Trạch (Đồng Nai). Theo chiến lược tái cấu trúc hoạt động các công ty thành viên của TCT Tân Cảng Sài Gòn, nguồn thu của TCL từ hoạt động bốc xếp container tại khu Cát Lái sẽ giảm dần và thay thế bằng doanh thu từ ICD Nhơn Trạch. Chúng tôi đánh giá điều này sẽ tiếp tục ảnh hưởng lên KQKD của Công ty trong ngắn hạn và khiến KQKD 2016 khó bứt phá. Như vậy, động lực tăng trưởng chính của TCL sẽ đến từ (1) hiệu suất khai thác cao hơn của ICD Nhơn Trạch và (2) năng lực khai thác Depot tăng lên. ICD Nhơn Trạch đã được cấp giấy phép hoạt động theo hình thức ICD từ Q1/2016, do đó, sản lượng hàng hóa thông quan qua đây dự kiến sẽ tăng lên đáng kể. Chúng tôi dự báo hàng hóa qua ICD Nhơn Trạch sẽ đạt ~75.000Teus (tăng 55% yoy) trong năm 2016 và đóng góp ~75 tỷ đồng doanh thu (tăng 65% yoy)

Doanh thu nâng hạ và lưu bãi tại hệ thống depot của TCL dự báo sẽ tăng trưởng khả quan khi năng lực tiếp nhận container rỗng từ Cát Lái tại Depot Mỹ Thủy tăng lên (trong năm 2015, Depot Mỹ Thủy phải chờ bù lún nên diện tích khai thác thấp). Bên cạnh đó, tốc độ tăng trưởng hàng hóa qua Cát Lái ổn định ~12%/năm sẽ giúp lượng container luân chuyển qua hệ thống Depot tăng trưởng đều đặn. Hiện tại, TCL đang khai thác bốn Depot với tổng diện tích khai thác ~ 28ha quanh khu vực cảng Cát Lái. Nằm trong hệ thống kho bãi của Công ty mẹ, các Depot TCL đang là địa điểm giúp giải tỏa áp lực hàng hóa từ tuyến tiền phương cho cảng Cát Lái. Nhờ vậy, hiệu suất khai thác ở các depot này luôn ở mức cao. Lượng hàng container qua hệ thống Depot của TCL trong năm nay kỳ vọng sẽ tăng nhẹ 5% so với cùng kỳ và doanh thu tăng trưởng tương đương đạt 365 tỷ đồng. Với dự báo các hoạt động đóng rút và bốc xếp xà lan tăng trưởng ổn định, chúng tôi ước tính TCL sẽ đạt Doanh thu và LNST năm 2016 lần lượt 813 tỷ đồng (+8,4% yoy) và 92,6 tỷ đồng (+2,6% yoy).

Bảng 03: Hệ thống Depot của TCL

Depot	Diện tích	Vị trí	Tình trạng
Depot 06	8,5 ha	Q2 TPHCM	Đang hoạt động
Depot 10	8,2 ha	Q2 TPHCM	Đang hoạt động
Depot Mỹ Thủy	8,5 ha	Q2 TPHCM	Đang hoạt động
Depot 125	2,3 ha	Q2 TPHCM	Đang hoạt động
Tổng cộng	27,5 ha		

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Trong năm 2017, động lực tăng trưởng KQKD của TCL tiếp tục là ICD Nhơn Trạch và hoạt động Depot. Với ước tính lượng hàng qua ICD sẽ đạt 65% công suất cảng, ICD Nhơn Trạch dự kiến sẽ ghi nhận 97 tỷ đồng doanh thu (tăng 30% yoy). Hoạt động Depot sẽ tăng trưởng nhẹ theo lượng hàng luân chuyển qua đây ước tính tăng khoảng 4%. Vì vậy, Doanh thu và LNST năm 2017 ước sẽ tăng lần lượt 5,9% và 5,2% so với năm 2016.

Hoàn thiện chuỗi giá trị dịch vụ sẽ nâng cao đáng kể sức cạnh tranh cho TCL trong dài hạn và giảm dần sự giúp đỡ từ Công ty mẹ



TCL là một trong số ít doanh nghiệp nhỏ trên sàn có khả năng cung cấp cho khách hàng một gói dịch vụ logistics tích hợp. Thực tế, Công ty đang sở hữu một hệ thống tài sản kho vận rất liên kết gồm cảng biển (Tân Cảng 128 và ICD Nhơn Trạch), liên doanh đội tàu container nội địa (03 tàu- tổng năng lực ~ 2.000Tues) và hệ thống kho bãi (28ha). Nếu tận dụng tốt các mối quan hệ từ chủ hàng (các nhà sản xuất) là khách hàng của Công ty mẹ cùng với năng lực hiện hữu, TCL hoàn toàn có thể cung cấp cho khách hàng dịch vụ vận chuyển hàng hóa đa phương thức door-to-door hiện đang triển khai khá tốt bởi GMD, HAH,... Ưu thế cạnh tranh của TCL nằm ở chỗ Công ty có thể tiết kiệm đối đa chi phí ở từng mắt xích vận hành (gom hàng, bốc xếp, lưu hàng và vận tải đường biển) trong chuỗi dịch vụ với hệ thống tài sản đa dạng, qua đó, giúp Công ty cung cấp cho khách hàng các gói dịch vụ ở chi phí cạnh tranh hơn đối thủ.

Như đã phân tích, cảng ICD Nhơn Trạch (Đồng Nai) mà TCL đầu tư khai thác có ý nghĩa chiến lược trong dài hạn khi làn sóng các doanh nghiệp sản xuất hàng XNK chuyển dần ra khu vực Đồng Nai và Bà Rịa Vũng Tàu. Là cảng gần nhất đối với cụm KCN Nhơn Trạch (1,2,3) có tổng diện tích 1.300ha (~15% diện tích đất sản xuất công nghiệp ở Đồng Nai) với tỉ lệ lấp đầy khá cao trên 80%, ICD Nhơn Trạch trong thời gian tới sẽ là lựa chọn tối ưu cho các doanh nghiệp XNK hàng hóa khu vực Nhơn Trạch –Long Thành khi có thể tiết kiệm chi phí vận tải bộ (trucking) khá lớn khi thông quan qua đây thay vì phải dời hàng hóa về Cát Lái với quãng đường xa hơn và tình trạng ùn tắc rất cao trong khu vực nội thành. Đây sẽ là bàn đạp cho TCL tăng dần lượng khách hàng tự có thay vì được phân bổ từ Công ty mẹ qua đó giúp hiệu quả kinh doanh tốt hơn. Tuy vậy, việc hạ tầng đường sá kết nối các KCN đến cảng và hệ thống kho bãi chứa container rộng hạn chế đang là trở ngại cần được giải quyết nhằm khơi thông luồng luân chuyển hàng hóa ở đây.

Hoạt động cốt lõi tăng trưởng ổn định cùng nhu cầu đầu tư từ 2017 giảm sẽ ủng hộ Công ty tăng mức chi trả cổ tức cho cổ đông

Nhận thấy dư địa tăng trưởng khá hạn chế do cơ sở hạ tầng trong khu vực cảng Cát Lái luôn quá tải, TCL đã tập trung đầu tư 2 dự án lớn gồm cảng ICD Nhơn Trạch (11ha) và Depot Mỹ thủy (11ha) nằm gần khu vực cầu phú Mỹ (thuê hạ tầng khai thác). Trong đó, dự án ICD Nhơn Trạch do TCL tự đầu tư với tổng vốn đã chi lũy kể đến Q1/2016 ~68 tỷ đồng. Trong năm 2016, TCL sẽ tiếp tục đầu tư hoàn thiện các hạng mục dở dang tại ICD Nhơn Trạch (~87 tỷ đồng) và hợp tác xây dựng trụ sở văn phòng (tổng VĐT~120 tỷ, vốn đối ứng hợp doanh là 62,5 tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng, trong giai đoạn 2017-2020, TCL sẽ tập trung gia tăng hiệu quả khai thác của 02 dự án chủ lực này, đặc biệt là mở rộng tìm kiếm khách hàng cho cảng ICD Nhơn Trạch. Nhu cầu vốn đầu tư từ năm 2017 trở đi dự báo cũng giảm chủ yếu là bảo dưỡng và thay thế thiết bị (Bảng 04). Chúng tôi ước tính dòng tiền tự do cho cổ đông (FCFE) hàng năm sẽ âm trong năm 2016 và cải thiện mạnh từ 2017 tăng dần từ trung bình 80 tỷ đồng lên đến 95 tỷ đồng vào năm 2020. Điều này mở ra khả năng TCL có thể gia tăng tỉ lệ chi trả cổ tức cho cổ đông.

Bảng 04: Nhu cầu vốn đầu tư hàng năm của TCL (triệu đồng)

	2013	2014	2015	KH 2016	KH 2017	KH 2018-2020
Capex	72.000	190.000	156.000	186.000	80.000	60.000
<i>Trong đó:</i>						
Hạ tầng cho ICD Nhơn Trạch		14.000	54.000	87.000		
Bến xà lan 125			28.000			
Thiết bị	32.965	160.000	23.000	230		
Tòa nhà văn phòng			26.000	72.000	20.000	
Đầu tư bảo dưỡng, thay thế					60.000	60.000

Nguồn: TCL, RongViet Research tổng hợp

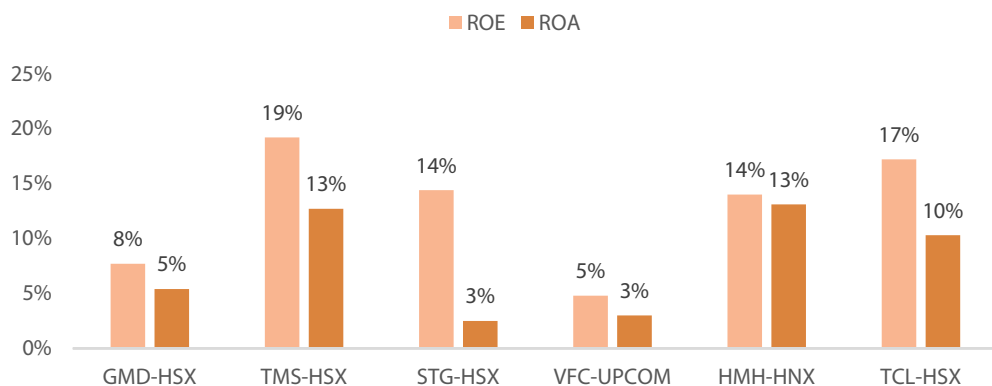
Bảng 05: Quy mô và năng lực các công ty cùng lĩnh vực

Doanh nghiệp	VĐL (tỷ đồng)	Năng lực kho vận (m2)		
		ICD	Kho hàng và DC	Depot
GMD-HSX	1.794	330.000	120.000	
TMS-HSX	266	94.000	68.000	
STG-HSX	275	100.000	230.000	
VFC-UPCOM	340		230.000	
HMH-HNX	132		6.000	63.000
TCL-HSX	209	110.000		275.000

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Trên bình diện tương quan, TCL có quy mô vốn nhỏ chủ yếu khai thác các dịch vụ liên quan đến Depot (nâng hạ, lưu bãi, đóng hàng) với năng lực ~27,5ha bãi ở khu Cát Lái (TP.HCM) và đang bước đầu khai thác ICD Nhơn Trạch tại Đồng Nai. Theo chúng tôi, ICD Nhơn Trạch sở hữu năng lực cạnh tranh khá tốt khi nằm rất gần KCN Nhơn Trạch (nguồn hàng hóa) và có thể kết nối với các cảng khác bằng sà lan – giúp chủ hàng tiết kiệm đáng kể chi phí kho vận. Đây chính là lợi thế của ICD này trong việc thu hút nguồn hàng trong thời gian tới với sự dịch chuyển luồng hàng hóa về các KCN tại Đồng Nai, Bà Rịa Vũng tàu. Điều này cũng mở ra cơ hội cho Công ty tham gia đầu tư hệ thống kho khi lượng hàng hóa đã tăng trưởng ổn định. Về hiệu quả, mặc dù bị ảnh hưởng bởi công tác điều chỉnh hoạt động kinh doanh từ Công ty mẹ cũng như gánh nặng chi phí trong giai đoạn đầu tư, TCL vẫn đạt được hiệu quả trên vốn (ROE~17%) và tài sản (ROA~10%) khá quan so với các doanh nghiệp cùng ngành có quy mô tương tự.

Đồ thị 05: Hiệu quả hoạt động (năm 2015)



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Dự phóng KQKD

Bảng 06: Các giả định dự phóng doanh thu của TCL

Doanh thu	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Xếp dỡ tại bãi Cát Lái	2%	2%	2%	2%	0%
Depot	5%	4%	7%	6%	0%
ICD Nhơn Trạch	65%	30%	26%	8%	18%
Đóng rút hàng	20%	8%	8%	7%	0%
Xếp dỡ bến sà lan	8%	5%	7%	7%	0%

Nguồn: RongViet Research ước tính

Quan điểm đầu tư

CTCP Đại lý Giao nhận Vận tải Xếp dỡ Tân Cảng (TCL-HSX) là công ty con của TCT Tân cảng Sài Gòn chuyên cung cấp dịch vụ hậu cần cảng (xếp dỡ, kho bãi container, đóng rút hàng) tại cảng Cát Lái và gần đây là ICD Nhơn Trạch (Đồng Nai). Địa bàn hoạt động chủ lực ở Đông Nam Bộ nơi có hoạt động sản xuất công nghiệp sôi động nhất Việt Nam và sự giúp đỡ về quỹ đất từ Công ty mẹ phục vụ mở rộng sản xuất kinh doanh là những lợi thế của TCL.

Trong ngắn hạn, KQKD của TCL sẽ khó có sự đột biến do hoạt động ở khu vực Cát Lái đã quá tải, cơ sở hạ tầng khai thác liên quan chủ yếu thuê ngoài dẫn đến biên lợi nhuận thu về thấp. Về trung và dài hạn, chúng tôi kỳ vọng dự án ICD Nhơn Trạch (cảng cạn) sẽ gia tăng hiệu quả nhờ vào (1) hoạt động giao thương tăng lên khi các doanh nghiệp FDI đầu tư vào khu vực này đón đầu các FTAs và (2) xu hướng dịch chuyển cơ sở sản xuất công nghiệp về phía Đồng Nai và Bà Rịa Vũng Tàu khi quỹ đất khu vực Bình Dương và TP.HCM ngày càng hẹp dần.

Để phát triển trong giai đoạn cạnh tranh ngày càng cao, TCL phải tận dụng các ưu thế sẵn có để mở rộng mạng khách hàng cho riêng Công ty và giảm rủi ro lệ thuộc vào Công ty mẹ. Bên cạnh hoạt động kinh doanh khá ổn định, TCL còn duy trì mức chi cổ tức khá tốt (năm 2016: 1.500đồng) và khả năng sẽ tăng lên khi nhu cầu đầu tư giảm đi. Với những phân tích trên, chúng tôi khuyến nghị **Tích Lũy** cho cổ phiếu TCL trong **Dài Hạn** với mức giá hợp lý năm 2016 là **34.000 đồng** (tương ứng mức tăng 19%).



Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu thuần	753	750	813	861
Giá vốn	-590	-590	-647	-686
Lãi gộp	163	160	166	174
Chi phí bán hàng	-5	-10	-11	-11
Chi phí quản lý	-36	-38	-41	-44
Thu nhập từ HĐTC	14	12	14	14
Chi phí tài chính	-10	-13	-13	-13
Lợi nhuận khác	0	2	1	1
Lợi nhuận trước thuế	126	114	116	122
Thuế TNDN	-26	-23	-23	-24
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	100	90	93	98
EBIT	135	123	125	132
EBITDA	188	185	182	201

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2014	2015	2016F	2017F
Tăng trưởng				
Doanh thu	9%	0%	8%	6%
Lợi nhuận HĐKD	29%	-7%	1%	5%
EBITDA	6%	-2%	-1%	11%
EBIT	9%	-9%	1%	5%
Lợi nhuận sau thuế	15%	-10%	3%	5%
Tổng tài sản	7%	7%	11%	3%
Vốn chủ sở hữu	9%	9%	11%	7%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	13%	11%	11%	7%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	22%	21%	20%	20%
LN HĐKD / Doanh thu	16%	15%	14%	14%
EBITDA/ Doanh thu	25%	25%	22%	23%
EBIT/ Doanh thu	18%	16%	15%	15%
LNST/ Doanh thu	13%	12%	11%	11%
ROA	13%	11%	10%	10%
ROIC or RONA	24%	21%	19%	18%
ROE	21%	18%	16%	16%
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	485%	463%	500%	514%
Vòng quay hàng tồn kho				
Vòng quay khoản phải trả	-449%	-364%	-379%	-433%
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	122%	99%	101%	117%
Nhanh	120%	98%	99%	115%
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	61%	59%	59%	53%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	13%	11%	10%	11%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	18%	11%	17%	12%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2014	2015	2016F	2017F
Tiền	58	68	53	67
Đầu tư tài chính ngắn hạn	26	5	0	0
Các khoản phải thu	161	162	163	172
Tồn kho	5	3	5	5
Tài sản ngắn hạn khác	5	0	0	0
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	256	239	221	244
Tài sản cố định hữu hình	368	345	281	360
Tài sản cố định vô hình	0	0	0	0
XDCB dở dang	0	28	215	155
BĐS đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	135	156	156	156
Tài sản dài hạn khác	32	81	70	58
TSCĐ và đầu tư dài hạn	534	610	721	728
TỔNG TÀI SẢN	790	849	942	972
Tiền hàng phải trả và ứng trước	78	126	110	103
Khoản phải trả ngắn hạn khác	65	55	50	53
Vay và nợ ngắn hạn	66	60	57	68
Vay và nợ dài hạn	88	57	99	79
Khoản phải trả dài hạn khác	2	18	31	31
Tổng nợ	299	316	348	335
Vốn chủ sở hữu	491	533	593	637
Vốn đầu tư của CSH	209	209	209	209
Lợi nhuận giữ lại	180	214	265	299
Các quỹ	80	89	99	108
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	491	533	593	637
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	790	849	942	972
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014	2015	2016F	2017F
LNTT	126	114	116	122
Khấu hao	53	62	57	70
<i>Các điều chỉnh</i>	-5	-3	-4	-5
Thay đổi vốn lưu động	-22	-35	-29	-39
Tiền thuần từ HĐKD	153	137	140	148
Thay đổi TSCĐ	-170	-58	-178	-88
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	24	2	0	0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được	10	6	15	16
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-136	-50	-163	-72
Nhận/trả lại vốn góp	0	0	0	0
Vay mới/trả nợ vay	-19	-41	39	-9
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-38	-37	-31	-52
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-57	-77	8	-62
Tiền thuần trong kỳ	-41	10	-14	14
Tiền đầu năm	99	58	68	53
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0
Tiền cuối kỳ	58	68	53	67

BÁO CÁO 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 nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

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 Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

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. Rong Viet Securities 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 Rong Viet Securities 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 Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**