

**Đặng Việt Hoàng**  
 Chuyên viên phân tích  
 Email: hoangdv@fpts.com.vn  
 Tel: (+84) – 86290 8686 – Ext.: 7581

**Giá thị trường (12/05/2020)** 21.400  
**Giá mục tiêu** 24.700  
**Chênh lệch** +15%

**Khuyến nghị**  
**MUA**

**Người phê duyệt báo cáo**

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó giám đốc Phân tích đầu tư

## TIẾP TỤC ĐẦU TƯ NHẪM TẬN DỤNG NHỮNG LỢI THẾ HIỆN HỮU

**Biến động giá cổ phiếu TCL và VNINDEX**


Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu TCL – Công ty Cổ phần Đại lý Giao nhận Vận tải Xếp dỡ Tân Cảng, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá trị mục tiêu của cổ phiếu TCL là **24.700 đồng/cp**, cao hơn **15%** so với giá hiện tại.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TCL cho mục tiêu trung và dài hạn. Tuy nhiên, do tác động tiêu cực của dịch Covid – 19 đến hoạt động kinh doanh của TCL, nhà đầu tư nên cân nhắc thời điểm mua vào cổ phiếu TCL trong năm 2020.

## TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

### 1. Khu vực cảng Cát Lái

- **Mở rộng diện tích depot<sup>1</sup> nhằm tiếp tục tận dụng lợi thế về vị trí và hưởng lợi từ chiến lược của công ty mẹ.** Từ T11/2019 và T3/2020, TCL đã đưa vào hoạt động depot Tân Cảng Mỹ Thủy 2 với diện tích 2,3 ha và phần mở rộng depot 6 diện tích 1,5 ha, tương ứng với gần 15% tổng diện tích depot trước khi mở rộng.

### 2. ICD<sup>2</sup> Tân Cảng Nhơn Trạch

- **Dự địa tăng trưởng của ICD Tân Cảng Nhơn Trạch còn nhiều.** Hiện tại, TCL mới chỉ đáp ứng được khoảng 50% nhu cầu dịch vụ logistics ở khu vực Nhơn Trạch và nhu cầu sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ lưu lượng hàng hóa gia tăng khi 204 dự án đầu tư còn lại (trong tổng số 498 dự án đã đăng ký) ở cụm khu công nghiệp Nhơn Trạch sẽ được triển khai trong giai đoạn 2020 – 2025F.

- **Tiếp tục đầu tư vào ICD Tân Cảng Nhơn Trạch nhằm tận dụng dự địa tăng trưởng.** Dự án đầu tư thêm 5 kho hàng và nâng cấp 2,5 ha bãi container rỗng thành bãi container hàng sẽ được TCL triển khai và đi vào hoạt động trong giai đoạn 2020 – 2025F, giúp gia tăng công suất thực tế của ICD Tân Cảng Nhơn Trạch lên 320.000 TEU/năm, tương ứng 145% công suất thực tế năm 2019 (220.000 TEU/năm) ([chi tiết](#)).

**Thông tin giao dịch tại ngày 12/05/2020**

Giá hiện tại (VNĐ)	21.400
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	21.400
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	14.300
Số lượng CP niêm yết (CP)	30.158.436
Số lượng CP lưu hành (CP)	30.158.436
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	40.671
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	645,4
EPS trailing (VNĐ/CP)	3.335
P/E trailing	6,41x

**Thông tin doanh nghiệp**

<b>Tên</b>	Công ty Cổ phần Đại lý Giao nhận Vận tải Xếp dỡ Tân Cảng
<b>Địa chỉ</b>	1295B, Nguyễn Thị Định, P. Cát Lái, Quận 2, TP. HCM

<sup>1</sup>Depot: là phần hậu cần kéo dài của cảng biển, cung cấp các dịch vụ gồm điểm thông quan hàng hóa nội địa, bãi chứa container có hàng, container rỗng và container hàng lạnh, dịch vụ bốc dỡ container, vận chuyển hàng dự án, hàng siêu trường, siêu trọng, làm thủ tục hải quan, làm kho hàng,...

<sup>2</sup>ICD (Inland Container Depot): là loại hình tương tự như depot nhưng nằm sâu trong đất liền hơn.

<b>Doanh thu chính</b>	Cung cấp dịch vụ depot và xếp dỡ container
<b>Chi phí chính</b>	Chi phí thuê cơ sở hạ tầng và chi phí thuê dịch vụ bên ngoài
<b>Lợi thế cạnh tranh</b>	Các depot, ICD của TCL có vị trí thuận lợi
<b>Rủi ro chính</b>	Rủi ro bị chiếm dụng vốn từ công ty mẹ

## RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Rủi ro bị chiếm dụng vốn từ công ty mẹ:** Khoản phải thu trung bình chiếm khoảng 21% tổng doanh thu của TCL, trong đó khoản phải thu từ công ty mẹ luôn chiếm tỷ trọng lớn (khoảng từ 63 – 89%) và biến động mạnh trong giai đoạn 2015 – 2019 ảnh hưởng đến dòng tiền hoạt động của TCL.
- **Rủi ro thanh khoản:** Tính thanh khoản của cổ phiếu TCL khá thấp, khối lượng giao dịch trung bình 30 ngày là 40.671 cp/ngày.

<b>Cơ cấu cổ đông (tại ngày 12/05/2020)</b>	
Tổng công ty Tân Cảng Sài Gòn	51%
PYN Elite Fund	8,1%
Vietnam Equity Holding	4,6%
Cổ đông khác	36,3%
<b>Tổng</b>	<b>100%</b>

**TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP**
**Lịch sử hình thành và phát triển**


**Năm 2006:** Tổng công ty Tân Cảng Sài Gòn thành lập Xí nghiệp Đại lý Giao nhận Vận tải Xếp dỡ Tân Cảng, là tiền thân của TCL với hoạt động kinh doanh chính là xếp dỡ container và cung cấp dịch vụ depot.

**Năm 2009:** Chính thức niêm yết trên sàn HSX với vốn điều lệ là 170 tỷ đồng.

**Năm 2011:** Khai trương Bến xếp dỡ Tân Cảng Nhơn Trạch.

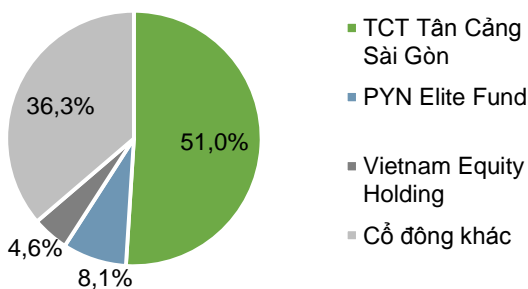
**Năm 2014:** Khai trương depot Tân Cảng Mỹ Thủy 1 cung cấp dịch vụ lưu bãi, cấp container rỗng để đóng hàng, quản lý container.

**Năm 2016:** Nâng cấp Bến xếp dỡ Tân Cảng Nhơn Trạch thành ICD Tân Cảng Nhơn Trạch.

**Năm 2018:** Xây dựng tòa nhà TCL Building để cho thuê, phục vụ các đơn vị thường xuyên làm việc ở cảng Cát Lái.

**Cơ cấu cổ đông**

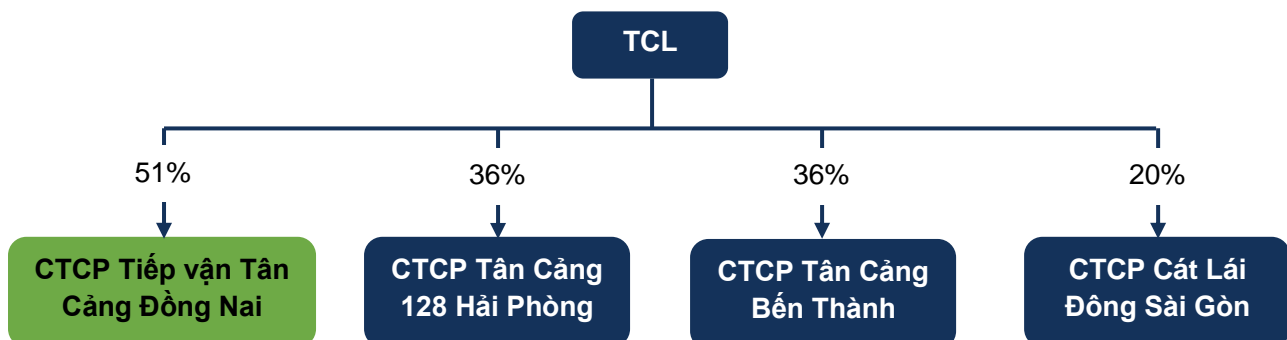
**Cơ cấu cổ đông của TCL tại ngày 12/05/2020**



Nguồn: TCL, FPTS tổng hợp

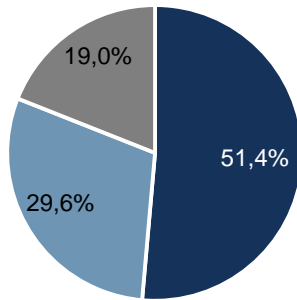
Cơ cấu cổ đông của TCL khá cô đặc với cổ đông lớn nhất là Tổng công ty Tân Cảng Sài Gòn, tỷ lệ sở hữu là 51%, nắm quyền kiểm soát và điều hành toàn bộ hoạt động của TCL từ khi thành lập. Tân Cảng Sài Gòn thuộc Quân chủng Hải quân, là doanh nghiệp khai thác cảng lớn nhất Việt Nam (chiếm gần 50% thị phần sản lượng container thông qua cảng ở Việt Nam), sở hữu hệ thống cảng biển và kho bãi trải dài cả 3 miền, nhưng tập trung chủ yếu ở miền Nam.

Ngoài ra, các quỹ đầu tư nước ngoài là PYN Elite Fund và Vietnam Equity Holding đang nắm giữ lần lượt 8,1% và 4,6% cổ phần của TCL. Các cổ đông khác nắm giữ 36,3% cổ phần.

**Cơ cấu tổ chức**


Nguồn: TCL, FPTS tổng hợp

Tháng 11/2019, CTCP Tiếp vận Tân Cảng Đồng Nai đã chính thức trở thành công ty con của TCL khi TCL nâng tỷ lệ sở hữu tại công ty này từ 20% lên 51%, giúp TCL hoàn thiện hơn chuỗi dịch vụ logistics tại ICD Tân Cảng Nhơn Trạch. Bên cạnh đó, TCL còn sở hữu 3 công ty liên kết, đều hoạt động trong ngành logistics. Trong đó, CTCP Tân Cảng Bến Thành và CTCP Tiếp vận Tân Cảng Đồng Nai là nhà cung cấp dịch vụ (xếp dỡ, bãi chứa container, vận chuyển hàng,...) cho TCL tại cảng Cát Lái và ICD Tân Cảng Nhơn Trạch.

**Các dịch vụ TCL cung cấp**
**Cơ cấu doanh thu theo dịch vụ 2019**


- Dịch vụ depot
- Dịch vụ xếp dỡ container
- Dịch vụ khác

Nguồn: TCL, FPTS tổng hợp

TCL là doanh nghiệp chuyên cung cấp các dịch vụ logistics tại khu vực cảng Cát Lái và ICD Tân Cảng Nhơn Trạch. Trong đó, dịch vụ depot và dịch vụ xếp dỡ container là hai hoạt động chủ đạo, đóng góp 81% doanh thu năm 2019.

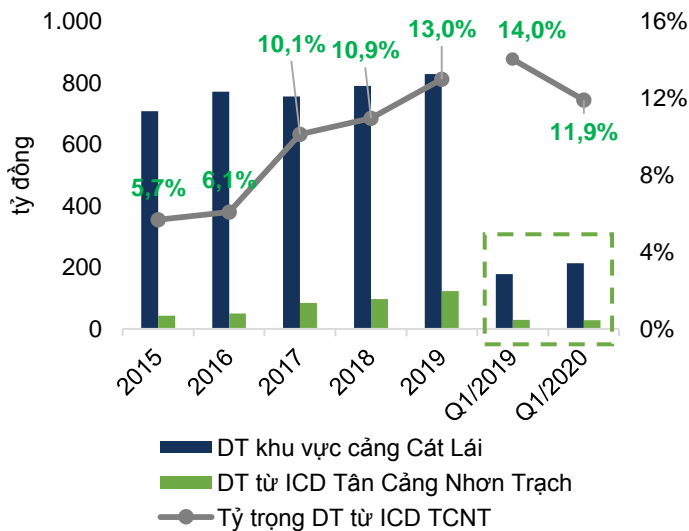
**Về dịch vụ depot:** Depot của TCL cung cấp các dịch vụ hậu cần, hỗ trợ cho việc xuất nhập khẩu, bao gồm lưu bãi container rỗng và container hàng, cấp container rỗng để đóng hàng, quản lý container. Trong đó, diện tích depot dùng cho dịch vụ container rỗng chiếm gần 45% tổng diện tích depot của TCL, còn lại hơn 55% diện tích là dùng cho dịch vụ container chứa hàng.

**Về dịch vụ xếp dỡ container:** bao gồm xếp dỡ container tại cầu cảng và xếp dỡ container tại bãi.

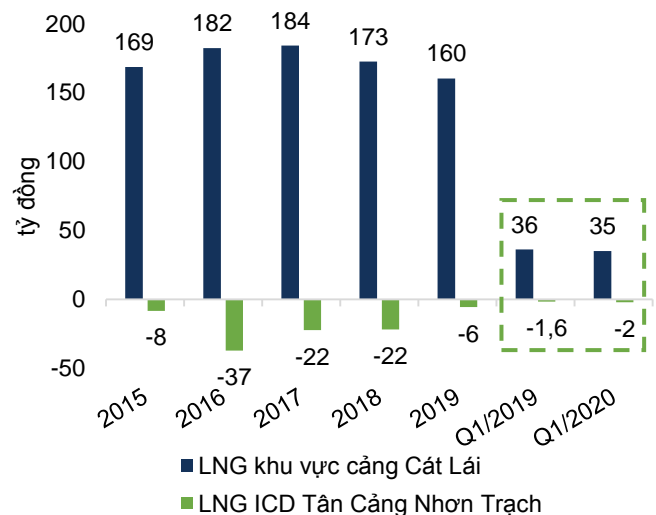
Ngoài ra, TCL còn cung cấp các dịch vụ như đóng rút container, giao nhận, vận tải, thông quan hàng hóa, sửa chữa, vệ sinh container rỗng,...

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

Chúng tôi tiến hành phân tích hoạt động kinh doanh của TCL theo từng khu vực mà TCL hoạt động, bao gồm: khu vực cảng Cát Lái và ICD Tân Cảng Nhơn Trạch.

**Doanh thu của TCL theo khu vực**


Nguồn: TCL, FPTS tổng hợp

**Lợi nhuận gộp của TCL theo khu vực**


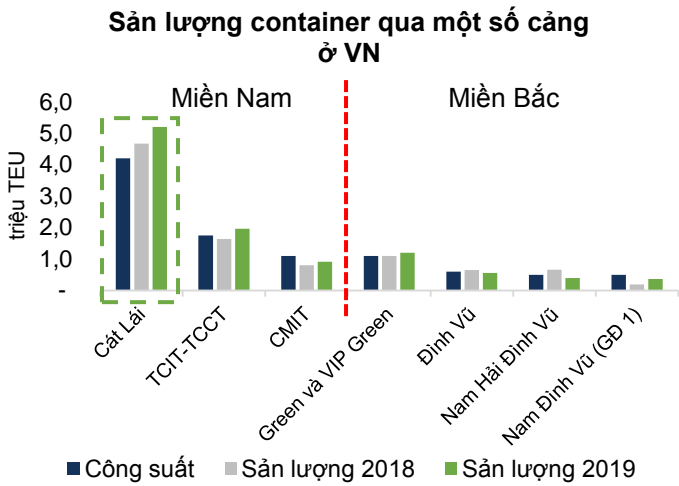
Nguồn: TCL, FPTS tổng hợp

**Về doanh thu:** Doanh thu từ khu vực cảng Cát Lái chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của TCL, nhưng đang có xu hướng giảm (từ 94,3% năm 2015 xuống 87% năm 2019). Trong khi đó, doanh thu từ ICD Tân Cảng Nhơn Trạch đang ngày càng chiếm tỷ trọng cao hơn trong cơ cấu doanh thu của TCL (từ 5,7% năm 2015 lên 13% năm 2019).

**Về lợi nhuận gộp:** Trong giai đoạn 2015 – 2019, ICD Tân Cảng Nhơn Trạch luôn ghi nhận mức lợi nhuận gộp âm do gia tăng đầu tư kho bãi, thiết bị khiến chi phí khấu hao tăng, nhưng đang có xu hướng dần cải thiện qua các năm. Trong khi đó, lợi nhuận gộp từ khu vực cảng Cát Lái có dấu hiệu suy giảm kể từ 2018.

## I. Khu vực cảng Cát Lái

### 1. Giới thiệu khu vực cảng Cát Lái



Nguồn: TCL, FPTS tổng hợp

Cảng biển	Số cầu tàu	Tiếp nhận tàu sức chở tối đa
Cát Lái	7	4.000 TEU <sup>3</sup>
<b>Một số cảng ở Cái Mép Thị Vải</b>		
TCIT-TCCT	3	10.000 TEU
CMIT	2	14.000 TEU
TCOT	2	14.000 TEU
Gemalink GB1 (hoạt động từ Q4/2020)	3	20.000 TEU

Nguồn: TCL, FPTS tổng hợp

Cảng Cát Lái là cảng có sản lượng container thông qua lớn nhất cả nước trong nhiều năm nhờ:

+ Công suất lớn nhất cả nước, chiếm khoảng 10% tổng công suất các cảng biển ở Việt Nam.

+ Vị trí thuận lợi: Nằm ở trung tâm tứ giác kinh tế (TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai và Bà Rịa – Vũng Tàu) tập trung nhiều khu công nghiệp và chiếm trên 40% kim ngạch xuất khẩu cả nước.

Theo đánh giá của chúng tôi, trong giai đoạn 2020 – 2025F sản lượng container thông qua cảng sẽ duy trì ở mức tương đương năm 2019 (khoảng 5,2 triệu TEU) vì những lý do sau:

+ Cảng đang trong tình trạng tắc nghẽn nghiêm trọng do cơ sở hạ tầng giao thông không đáp ứng được lưu lượng phương tiện giao thông ra vào cảng. Do đó, trong tương lai, cảng sẽ khó tiếp nhận thêm nhiều hàng hóa.

+ Trong tương lai, một phần hàng hóa tại cảng Cát Lái sẽ dịch chuyển sang cụm cảng Cái Mép Thị Vải. Nguyên nhân đến từ xu thế trên thế giới đang sử dụng tàu có trọng tải lớn (>8.000 TEU) nhằm tận dụng tối đa lợi thế kinh tế theo quy mô, trong khi đó độ sâu bến nước ở cảng Cát Lái (khoảng 11m) không đủ để tiếp nhận các tàu có trọng tải lớn như cụm cảng Cái Mép Thị Vải (trung bình khoảng 15m).

Tính đến quý 1/2020, sản lượng hàng hóa thông qua cảng Cát Lái tăng trưởng 5% yoy, ngay cả trong giai đoạn hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp bị gián đoạn bởi dịch Covid – 19. Nguyên nhân đến từ sự dịch chuyển xuất khẩu các mặt hàng nông sản sang Trung Quốc từ đường tiểu ngạch (đường bộ qua biên giới) sang đường chính ngạch (cảng biển), do hoạt động xuất khẩu tại biên giới đang bị hạn chế. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá, sản lượng hàng hóa thông qua cảng Cát Lái trong quý 2/2020 sẽ khó tăng trưởng, nguyên nhân do:

(1) Hoạt động xuất khẩu kém khả quan do nhu cầu tiêu dùng giảm mạnh ở các thị trường xuất khẩu lớn như Mỹ, EU khi dịch bệnh bùng phát mạnh từ T3/2020.

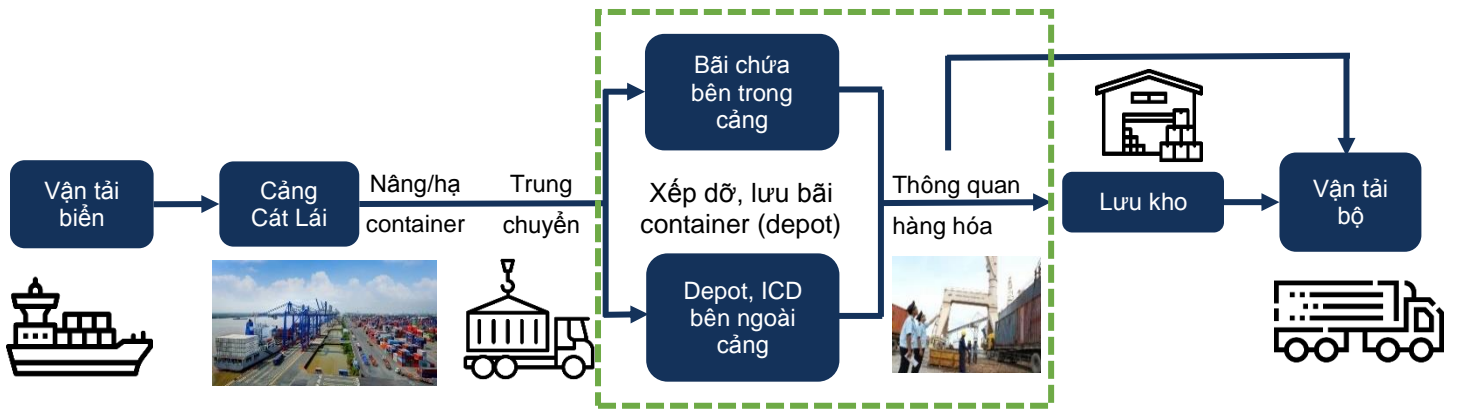
(2) Nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu sẽ giảm vì các doanh nghiệp sản xuất không có động lực lớn để gia tăng sản xuất do xuất khẩu kém khả quan.

Qua đó, các dịch vụ logistics mà TCL cung cấp tại khu vực này cũng sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực khiến doanh thu trong quý 2/2020 có thể giảm so với cùng kỳ năm 2019.

<sup>3</sup>TEU: Đơn vị đo của hàng hóa được container hóa tương đương với một container tiêu chuẩn 20 ft (dài) × 8 ft (rộng) × 8,5 ft (cao) (khoảng 39 m<sup>3</sup> thể tích).

## 2. Hoạt động của TCL tại khu vực cảng Cát Lái

Hình 1: Quy trình làm hàng container tại cảng Cát Lái



\*Chiều ngược lại với hàng xuất khẩu

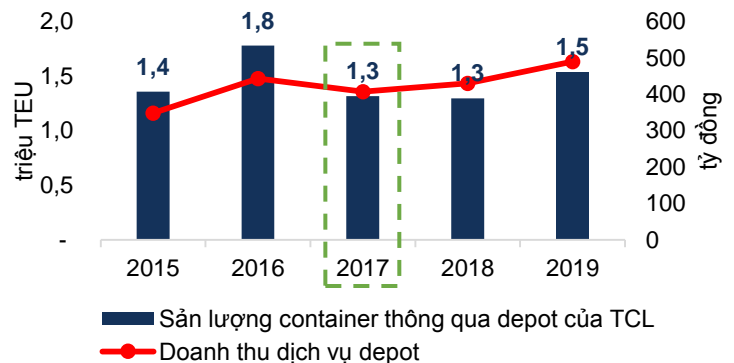
TCL hoạt động trong một mắt xích của quy trình làm hàng container ở khu vực cảng Cát Lái, bao gồm hai dịch vụ chính là dịch vụ depot và dịch vụ xếp dỡ container tại bãi. Trong đó, năm 2019, dịch vụ depot chiếm 59% doanh thu, dịch vụ xếp dỡ container tại bãi chiếm 19%, còn lại là doanh thu từ dịch vụ khác.

### a. Dịch vụ depot: Hoạt động tốt nhờ lợi thế về vị trí và hưởng lợi từ chiến lược của Tân Cảng Sài Gòn

Vị trí	Depot	Diện tích	Sức chứa
Bên trong cảng Cát Lái	Depot 6	10,5 ha	8.100 TEU
	Khu IMDG <sup>4</sup>	5,1 ha	3.800 TEU
	Depot 125	1 ha	700 TEU
Bên ngoài cảng Cát Lái	Depot Tân Cảng Mỹ Thủy 1	10,6 ha	9.500 TEU
	Depot Tân Cảng Mỹ Thủy 2	2,3 ha	2.000 TEU
<b>Tổng</b>		<b>29,5 ha</b>	<b>24.100 TEU</b>

Nguồn: TCL, FPTIS tổng hợp

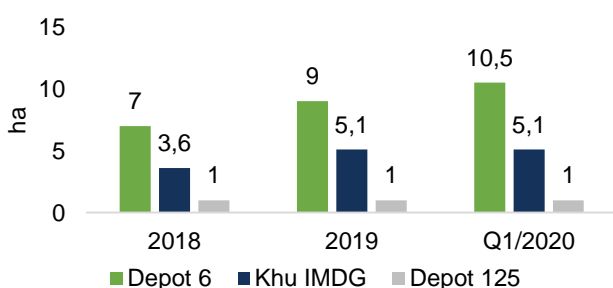
Doanh thu và sản lượng container thông qua depot của TCL



Nguồn: TCL, FPTIS tổng hợp

Ở khu vực cảng Cát Lái, TCL đang khai thác ba depot bên trong cảng (chiếm 25,3% tổng diện tích depot bên trong cảng) và hai depot bên ngoài cảng (chiếm 53,5% tổng diện tích depot bên ngoài cảng). Toàn bộ diện tích depot mà TCL đang khai thác đều thuê từ bên ngoài. Từ T2/2017, TCL đã dừng khai thác depot 10 (diện tích 8 ha, chiếm khoảng 42% tổng diện tích depot năm 2016) và bàn giao lại cho chủ thuê là CTCP Giang Nam do hết hạn hợp đồng thuê khiến sản lượng container thông qua depot năm 2017 giảm 27% yoy.

Diện tích depot bên trong cảng của TCL



Nguồn: TCL, FPTIS tổng hợp

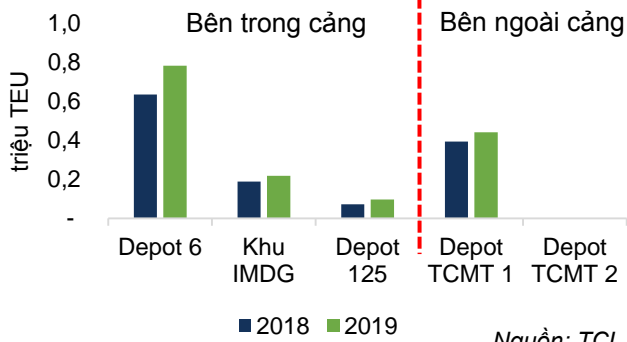
### Đối với các depot bên trong cảng

Depot bên trong cảng chủ yếu chứa container hàng, có lợi thế thu hút khách hàng hơn các đơn vị bên ngoài cảng nhờ vị trí nằm sát cầu cảng, thuận tiện cho việc xếp dỡ hàng hóa lên/xuống tàu. Nhờ đó, depot bên trong cảng của TCL luôn hoạt động với hiệu suất cao, chúng tôi ước tính, hiệu suất trung bình của 3 depot này năm 2019 đạt gần 90%.

Lợi thế về vị trí cảng được thể hiện rõ khi việc mở rộng thêm 2 ha depot 6 và 1,5 ha khu IMDG vào đầu năm 2019, tương ứng với 28,6% và 41,6% diện tích năm 2018, đã

<sup>4</sup>Khu IMDG (The International Maritime Dangerous Goods): khu chứa hàng nguy hiểm như hóa chất, các loại vật liệu dễ cháy, nổ,...



**Sản lượng container thông qua từng depot của TCL**


đem lại hiệu quả tốt. Một số khách hàng đã chuyển từ sử dụng dịch vụ của depot bên ngoài cảng sang depot bên trong cảng của TCL. Nhờ đó, sản lượng container thông qua depot năm 2019 của TCL tăng hơn 22% yoy, trong khi sản lượng container thông qua cảng Cát Lái năm 2019 chỉ tăng 9% yoy.

Vào T3/2020, TCL đã đưa vào hoạt động thêm 1,5 ha depot 6, giúp nâng diện tích khai thác depot 6 lên 10,5 ha (tăng 16% so với năm 2019). Chúng tôi cho rằng việc này sẽ tiếp tục đem lại hiệu quả cho dịch vụ depot của TCL.

**Đối với các depot bên ngoài cảng**

Depot bên ngoài cảng tăng trưởng tốt nhờ chiến lược của Tân Cảng Sài Gòn. Cụ thể, từ năm 2015, Tân Cảng Sài Gòn đã tiến hành di dời container rỗng ra khỏi cảng Cát Lái nhằm giảm bớt tình trạng tắc nghẽn, đồng thời hạn chế tiếp nhận container rỗng đến cảng và ưu tiên chuyển đến hệ thống depot của các đơn vị thành viên của Tân Cảng Sài Gòn trong phạm vi 5km, bao gồm:

Depot	Diện tích	Hãng tàu phục vụ
Depot 2	1,4 ha	OOCL
Depot TCS	2 ha	ZIM
Depot HMM	2 ha	HMM
Sunny Depot	2,8 ha	MSC
Depot 5	3 ha	Nhiều hãng tàu
<b>Depot Tân Cảng Mỹ Thủy 1 và 2</b>	<b>12,9 ha</b>	<b>Nhiều hãng tàu</b>

Nguồn: FPTTS tổng hợp

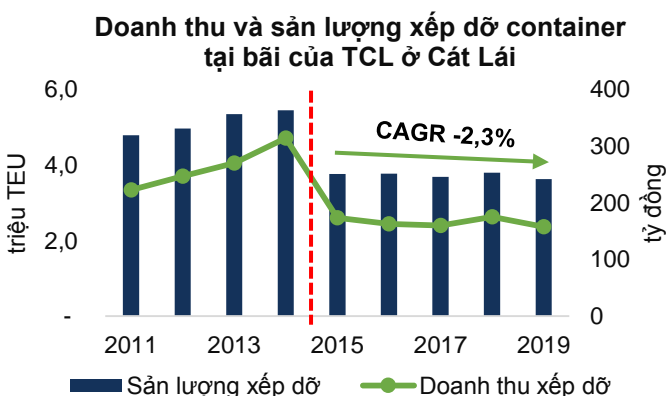
Trong đó, hầu hết các depot này đều hoạt động từ trước 2012 (ngoại trừ depot Tân Cảng Mỹ Thủy 1 và 2 hoạt động vào T12/2014 và T11/2019) và hiện không còn nhiều diện tích để tiếp nhận thêm container rỗng. Do vậy, depot Tân Cảng Mỹ Thủy 1 là đơn vị hưởng lợi nhiều nhất từ chiến lược trên, sản lượng container thông qua depot Tân Cảng Mỹ Thủy 1 trong giai đoạn 2015 – 2019 tăng trưởng với CAGR khoảng 10%.

Ngoài ra, do các depot này đều phục vụ cho một số hãng tàu đã liên kết từ trước nên chúng tôi đánh giá áp lực cạnh tranh trong mảng container rỗng giữa các depot bên ngoài cảng Cát Lái là không cao.

Hiện tại, cảng Cát Lái vẫn còn khoảng 10 ha bãi chứa container rỗng sẽ tiếp tục được di dời ra bên ngoài, cho thấy dư địa tăng trưởng sản lượng ở hai depot này vẫn còn nhiều. **Do đó, chúng tôi cho rằng, sản lượng container thông qua hai depot này sẽ tiếp tục tăng trưởng 10%/năm trong giai đoạn 2020 – 2025F.**

**b. Dịch vụ xếp dỡ container tại bãi: Kết quả hoạt động sẽ tiếp tục đi xuống do duy trì chính sách từ 2015**

TCL là một trong hai đơn vị chính cung cấp dịch vụ xếp dỡ container tại bãi ở cảng Cát Lái, chiếm khoảng 21% thị phần xếp dỡ năm 2019, đơn vị còn lại là Xí nghiệp cơ giới xếp dỡ Tân Cảng, cùng là đơn vị thành viên trong hệ thống của Tân Cảng Sài Gòn, chiếm 50% thị phần.



Hoạt động xếp dỡ container tại bãi của TCL ở cảng Cát Lái trong giai đoạn 2015 – 2019 ghi nhận mức tăng trưởng kém so với tình hình chung của cảng Cát Lái. Doanh thu và sản lượng xếp dỡ giảm 2,3%/năm và 1%/năm, trong khi sản lượng container qua cảng Cát Lái lại tăng trưởng với CAGR là 7,6%.

Nguyên nhân là, trong năm 2015, TCL đã cho Tân Cảng Sài Gòn thuê lại 6 cầu, gồm 2 cầu KE (loại cầu xếp dỡ tại cầu tàu) và 4 cầu RTG (loại cầu xếp dỡ tại bãi) thay vì tự khai thác, làm năng lực xếp dỡ giảm mạnh và không thể

tiếp nhận thêm nhiều đơn hàng. Theo TCL, đây là hệ quả của việc thay đổi chính sách hoạt động từ năm 2015, với mục tiêu nhằm giảm bớt sự phụ thuộc đơn hàng từ khách hàng lớn nhất là Tân Cảng Sài Gòn (chiếm khoảng 36% doanh thu 2019), đồng thời tập trung nguồn lực để đầu tư dự án ICD Tân Cảng Nhơn Trạch. Bên cạnh đó, các thiết bị xếp dỡ đang hoạt động của TCL phần lớn được đầu tư từ năm 2007 – 2011, năng lực hoạt động không còn tốt như trước, cũng là nguyên nhân khiến kết quả hoạt động kém ở mảng này trong giai đoạn vừa qua.

**Chúng tôi cho rằng, trong tương lai TCL sẽ tiếp tục theo đuổi chính sách trên và không đầu tư thêm vào hoạt động này khiến doanh thu và sản lượng xếp dỡ sẽ tiếp tục đi xuống.**

## II. Khu vực ICD Tân Cảng Nhơn Trạch

ICD Tân Cảng Nhơn Trạch được thành lập vào năm 2011 với tiền thân là Bến xếp dỡ Tân Cảng Nhơn Trạch, sau đó nâng cấp và chính thức hoạt động theo hình thức ICD kể từ T6/2016. Tương tự các depot của TCL ở khu vực cảng Cát Lái, toàn bộ diện tích ICD Tân Cảng Nhơn Trạch cũng được TCL thuê từ bên ngoài để khai thác.

Năng lực ICD Tân Cảng Nhơn Trạch	
Tổng diện tích	13,5 ha
Số cầu tàu, bến sà lan	1 cầu tàu 2 bến sà lan
Số lượng cầu bờ	4 cầu bờ Liebherr
Khả năng tiếp nhận	Tàu tối đa 400 TEU Sà lan tối đa 125 TEU
Bãi container hàng	4 ha
Bãi container rỗng	6,2 ha
Sức chứa của bãi	7.000 TEU
Kho hàng	8.000 m <sup>2</sup>
Công suất thực tế	220.000 TEU/năm

Hiện tại ICD Tân Cảng Nhơn Trạch đang hoạt động với công suất thực tế đạt 220.000 TEU/năm, cao hơn 47% so với công suất thực tế giai đoạn 2016 – 2018 nhờ đầu tư thêm 2 cầu bờ Liebherr vào T2/2019. Tuy nhiên, mức công suất hiện tại mới chỉ khai thác được khoảng 60% năng lực của 4 cầu bờ. Do đó chúng tôi cho rằng, trong tương lai, TCL sẽ đầu tư thêm vào hệ thống kho bãi để tận dụng tối đa năng lực của 4 cầu bờ này.

*Nguồn: TCL, FPTS tổng hợp*

**Hình 2: Quy trình làm hàng container tại ICD Tân Cảng Nhơn Trạch**



*\*Chiều ngược lại với hàng xuất khẩu*

TCL hoạt động trong hầu hết các mắt xích của quy trình làm hàng container ở ICD Tân Cảng Nhơn Trạch, chỉ trừ khâu vận tải biển, sông. Trong đó, khâu vận tải bộ được phụ trách bởi CTCP Tiếp vận Tân Cảng Đồng Nai, đã trở thành công ty con của TCL vào T11/2019.

### ICD Tân Cảng Nhơn Trạch tăng trưởng tốt nhờ vị trí thuận lợi

ICD Tân Cảng Nhơn Trạch có vai trò trung chuyển hàng hóa qua lại giữa các khu vực: TP.HCM, cảng Cát Lái, Tân Cảng – Hiệp Phước, cụm khu công nghiệp (KCN) Nhơn Trạch và cụm cảng Cái Mép Thị Vải. Trong đó, chủ yếu phục vụ tuyến vận chuyển giữa cảng Cát Lái với cụm KCN Nhơn Trạch. Cụm KCN Nhơn Trạch có diện tích hơn 3.300 ha, chiếm 30% tổng diện tích KCN ở Đồng Nai và có tỷ lệ diện tích đất đã cho thuê năm 2019 đạt khoảng 92%.



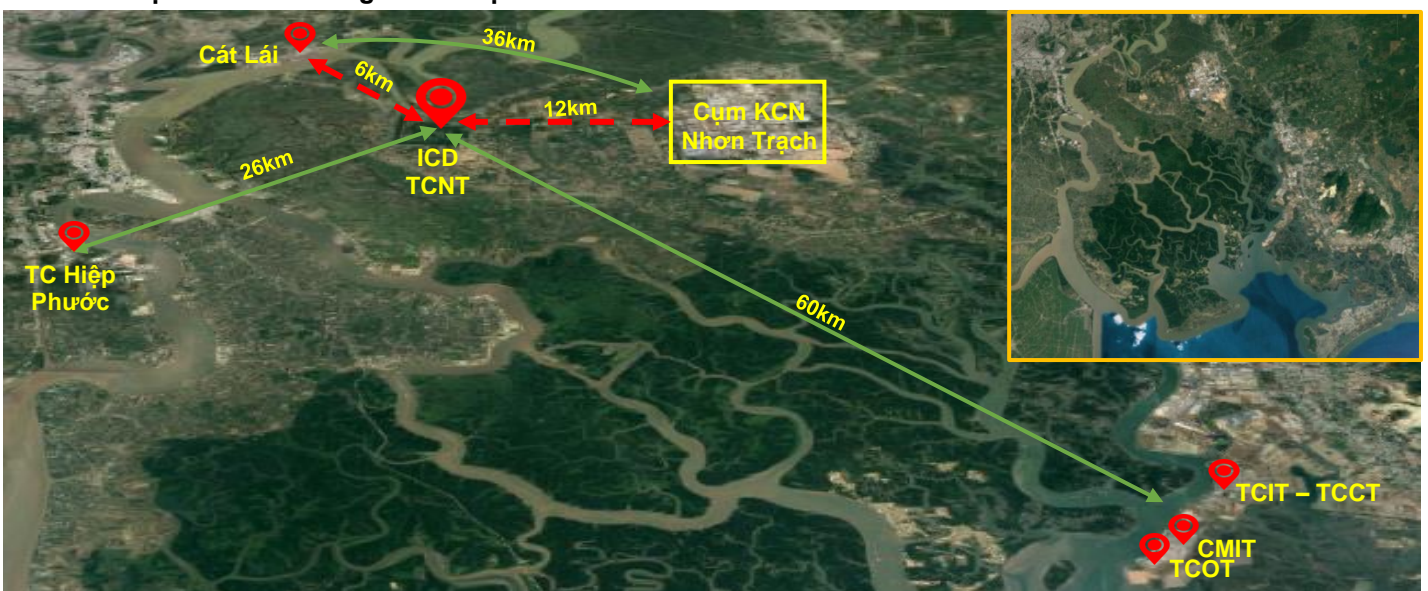
Vận chuyển hàng hóa từ cụm KCN Nhơn Trạch đến cảng Cát Lái thông qua ICD giúp khách hàng tiết kiệm thời gian và chi phí hơn so với vận chuyển bằng đường bộ, nhờ quãng đường ngắn hơn và ít xảy ra tình trạng tắc nghẽn. Ngoài ra, ở ICD khách hàng còn tiết kiệm được thời gian làm thủ tục hải quan, tránh được tình trạng chờ đợi quá lâu khi thông quan tại Cát Lái do lưu lượng hàng hóa nhiều gây tắc nghẽn nghiêm trọng.

Đơn vị	Diện tích kho bãi
ICD Tân Cảng Nhơn Trạch	10,2 ha bãi container 8.000 m <sup>2</sup> kho
Tín Nghĩa	50.000 m <sup>2</sup> kho
Sankyu	15.000 m <sup>2</sup> kho
Sagawa	22.000 m <sup>2</sup> kho
KCTC	5.000 m <sup>2</sup> kho

Nguồn: FPTIS tổng hợp

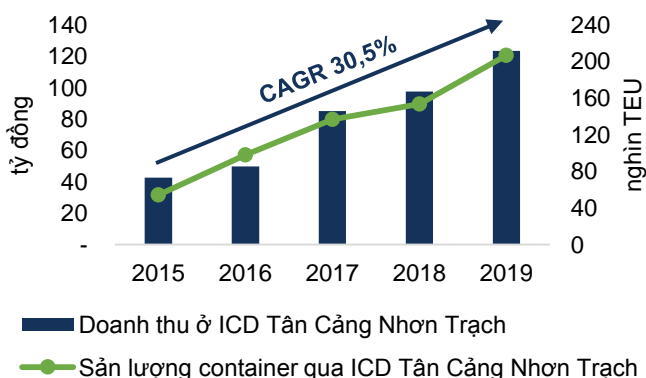
Bên cạnh đó, ICD còn có lợi thế cạnh tranh hơn so với các doanh nghiệp logistics khác ở khu vực Nhơn Trạch do có thể cung cấp một chuỗi dịch vụ logistics đầy đủ cho khách hàng. Trong khi đó, các đối thủ cạnh tranh khác như Tín Nghĩa, Sankyu, Sagawa, KCTC,... chỉ cung cấp các dịch vụ logistics riêng lẻ như kho hàng, vận tải bộ với quy mô nhỏ hơn ICD Tân Cảng Nhơn Trạch.

### Bản đồ 1: Vị trí ICD Tân Cảng Nhơn Trạch



Nguồn: Google Maps, FPTIS tổng hợp

### Doanh thu và sản lượng container thông qua ICD Tân Cảng Nhơn Trạch



Nguồn: TCL, FPTIS tổng hợp

Nhờ đó, ICD Tân Cảng Nhơn Trạch đã hoạt động với hiệu suất ngày càng cao từ 36% năm 2015 lên 94% năm 2019. Doanh thu và sản lượng container thông qua ICD Tân Cảng Nhơn Trạch tăng trưởng liên tục trong giai đoạn 2015 – 2019 với tốc độ tăng trưởng kép CAGR lần lượt đạt 30,5% và 33,2%.

Ngoài ra, các dịch vụ mới mà TCL đưa vào hoạt động từ năm 2017 như dịch vụ kho hàng, xếp dỡ hàng rời cũng đem lại hiệu quả cao khi liên tục đạt mức sản lượng vượt kế hoạch.

### Dự địa tăng trưởng của ICD Tân Cảng Nhơn Trạch còn nhiều

Dự địa tăng trưởng của ICD Tân Cảng Nhơn Trạch được thể hiện qua những đặc điểm sau:

(1) ICD Tân Cảng Nhơn Trạch đang đáp ứng được khoảng 50% nhu cầu dịch vụ logistics ở Nhơn Trạch và đang có xu hướng gia tăng trong giai đoạn 2016 – 2019. Chúng tôi đánh giá xu hướng này sẽ tiếp tục duy trì nhờ vào khả năng thu hút hàng hóa ở ICD Tân Cảng Nhơn Trạch và tình hình tắc nghẽn ngày càng nghiêm trọng ở cảng Cát Lái khiến khách hàng chuyển từ sử dụng dịch vụ thông quan ở cảng Cát Lái sang ICD Tân Cảng Nhơn Trạch.

(2) Tiềm năng tăng trưởng nhu cầu logistics ở khu vực Nhơn Trạch còn nhiều. Tính đến năm 2019, các KCN ở Nhơn Trạch đã hút được 498 dự án đầu tư, nhưng mới chỉ có 294 số dự án đã đi vào hoạt động. Chúng tôi cho rằng, với lợi thế về vị trí thuận lợi cho phát triển công nghiệp ở khu vực này (gần các cảng lớn như Cát Lái, Cái Mép Thị Vải), 204 dự án còn lại sẽ tiếp tục được các nhà đầu tư thực hiện và 8% diện tích KCN còn lại sẽ được lấp đầy trong tương lai giúp lưu lượng hàng hóa qua khu vực này tiếp tục tăng trưởng mạnh. Qua đó làm gia tăng nhu cầu sử dụng các dịch vụ logistics như thông quan, xếp dỡ, lưu kho, lưu bãi hàng hóa,... hiện đang là các dịch vụ mà ICD Tân Cảng Nhơn Trạch cung cấp.

### Tiếp tục đầu tư vào ICD Tân Cảng Nhơn Trạch nhằm đón đầu tăng trưởng [\(quay lại\)](#)

Với tiềm năng tăng trưởng của ICD Tân Cảng Nhơn Trạch, việc đầu tư mở rộng sẽ đem lại hiệu quả trong tương lai. Hiện tại, TCL đang có các dự án đầu tư tại ICD Tân Cảng Nhơn Trạch như sau:

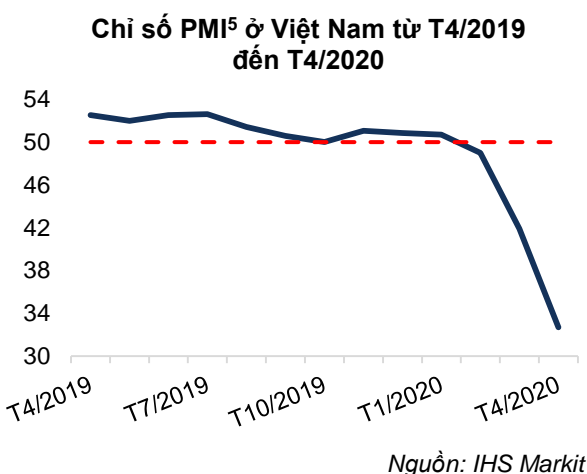
(1) Mở rộng diện tích ICD Tân Cảng Nhơn Trạch thêm 15 ha (diện tích hiện tại là 13,5 ha), hiện đã hoàn thành việc di dời các hạng mục ra khỏi khu đất và san lấp mặt bằng. Theo định hướng TCL, đến năm 2025, sẽ hoàn thành đầu tư thêm 5 kho hàng với tổng diện tích đạt hơn 60.000 m<sup>2</sup> (hiện tại có 8.000 m<sup>2</sup> kho) nhằm đáp ứng lượng hàng hóa ngày càng nhiều ở khu vực Nhơn Trạch. Toàn bộ dự án sẽ được tài trợ bằng 50% vốn chủ sở hữu và 50% vay nợ. Hiện tại, TCL đã lên kế hoạch đầu tư với lộ trình như sau:

Hạng mục đầu tư	Thời gian hoàn thành	Vốn đầu tư	Diện tích kho sau khi đầu tư
Hai kho hàng, mỗi kho 6.750 m <sup>2</sup>	Năm 2020	67 tỷ đồng	21.500 m <sup>2</sup>
Một kho hàng 6,750 m <sup>2</sup>	Năm 2021	34 tỷ đồng	28.250 m <sup>2</sup>
Một kho hàng 20.000 m <sup>2</sup>	Năm 2023	80 tỷ đồng	48.250 m <sup>2</sup>
Một kho hàng 20.000 m <sup>2</sup>	Năm 2025	80 tỷ đồng	68.250 m <sup>2</sup>

*Nguồn: TCL, FPT S ước tính*

(2) Nâng cấp 2,5 ha bãi container rộng thành bãi container hàng (hiện có 4 ha bãi container hàng) với số vốn đầu tư là 32 tỷ đồng, tài trợ bằng 50% vốn chủ sở hữu và 50% vay nợ. Dự án đã được đưa ra vào năm 2018 nhưng đến nay vẫn chưa khởi công do sản lượng container thông qua ICD chưa đạt như kế hoạch của TCL. Chúng tôi cho rằng, dự án trên sẽ được đầu tư vào năm 2021, sau khi ICD Tân Cảng Nhơn Trạch hoạt động với mức công suất thực tế là 220.000 TEU. Dự án sẽ giúp nâng công suất thực tế của ICD Tân Cảng Nhơn Trạch lên 320.000 TEU, cao hơn 45% công suất thực tế hiện tại.

### Nhu cầu các dịch vụ logistics ở khu vực Nhơn Trạch giảm do dịch Covid – 19

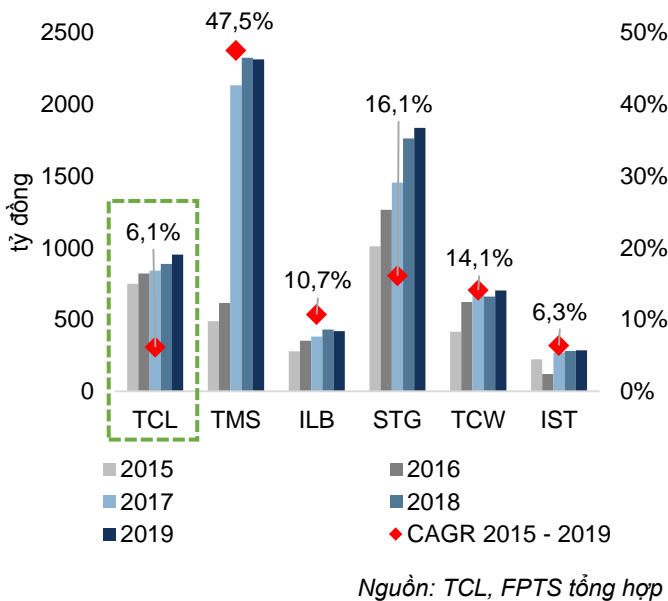


Dịch Covid – 19 bùng phát kể từ T01/2020 đã khiến hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp ở Việt Nam bị ảnh hưởng nghiêm trọng, chỉ số PMI tháng 4/2020 của Việt Nam đã giảm mạnh, thấp nhất kể từ khi chỉ số được khảo sát vào T3/2011.

Các doanh nghiệp sản xuất ở cụm KCN Nhơn Trạch cũng bị ảnh hưởng tương tự. Hiện tại, có khoảng 70% doanh nghiệp tại đây phụ thuộc vào xuất nhập khẩu nguyên vật liệu và thành phẩm với các nước như Trung Quốc, Hàn Quốc, Mỹ, EU, là những nước đã bị ảnh hưởng nặng nề từ dịch Covid – 19. Từ đó kéo theo nhu cầu các dịch vụ logistics như vận tải, kho bãi, thông quan, v.v. ở khu vực Nhơn Trạch giảm trong quý 1/2020. Tính đến quý 1/2020, doanh thu từ ICD Tân Cảng Nhơn Trạch giảm nhẹ 0,8% yoy.

Chúng tôi đánh giá, trong quý 2/2020, tác động của dịch bệnh đến nhu cầu dịch vụ logistics ở khu vực Nhơn Trạch sẽ lớn hơn nhiều do dịch bệnh bùng phát mạnh ở các thị trường xuất khẩu lớn như Mỹ, EU sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến xuất nhập khẩu. Từ đó, hoạt động của ICD Tân Cảng Nhơn Trạch cũng sẽ bị ảnh hưởng đáng kể.

<sup>5</sup>Chỉ số PMI (Purchasing Managers' Index – chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng): là chỉ số đo lường "sức khỏe" của ngành sản xuất, được tính toán dựa trên 5 yếu tố: Đơn hàng mới, Sản xuất, Giao hàng từ nhà cung cấp, Hàng tồn kho và Việc làm. PMI > 50 có nghĩa là hoạt động sản xuất được mở rộng so với tháng trước, PMI < 50 có nghĩa là hoạt động sản xuất bị thu hẹp so với tháng trước.

**PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP**
**1. Doanh thu tăng trưởng ổn định nhưng tăng trưởng chậm hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành**
**So sánh doanh thu một số DN logistics**


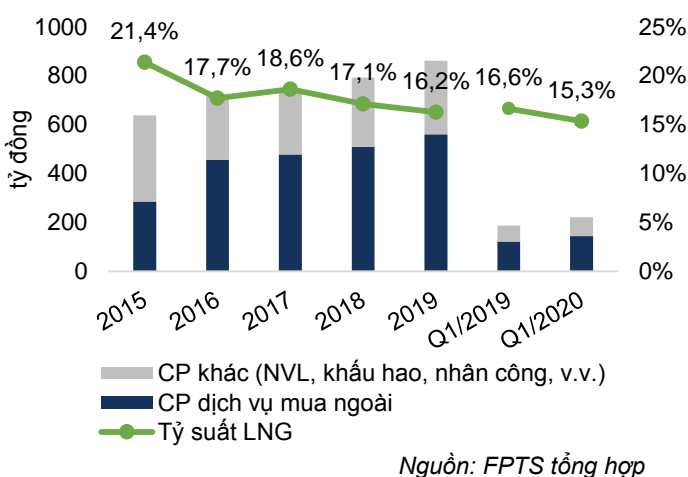
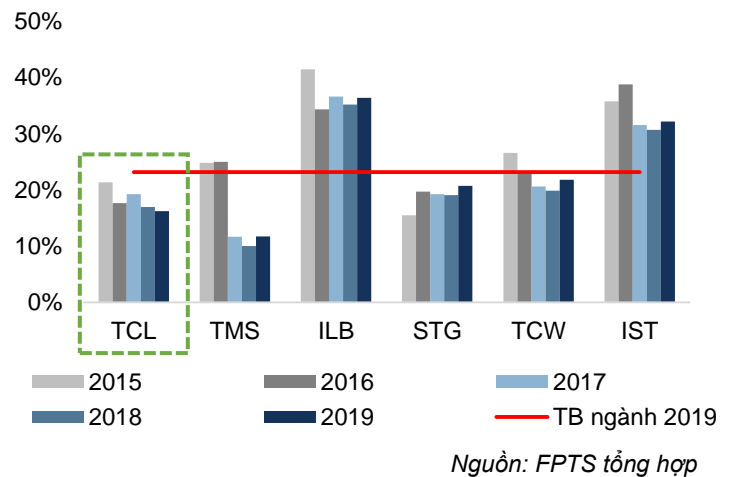
Trong giai đoạn 2015 – 2019, doanh thu các doanh nghiệp logistics đa phần ghi nhận mức tăng trưởng ổn định nhờ tình hình xuất nhập khẩu diễn biến tích cực, kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam tăng với CAGR đạt gần 13% trong cùng giai đoạn.

Trong đó, TCL có mức tăng trưởng doanh thu thấp hơn so với các doanh nghiệp so sánh do:

(1) Dịch vụ xếp dỡ container tại bãi và dịch vụ vận tải (chiếm 17,6% tổng doanh thu TCL năm 2019) tăng trưởng âm trong giai đoạn trên với CAGR đạt -5,4%.

(2) Các depot như depot 6, 125, khu IMDG đã hoạt động với hiệu suất cao nên tiềm năng tăng trưởng không còn nhiều. Trong khi đó, các dự án mới như depot Tân Cảng Mỹ Thủy 1, ICD Tân Cảng Nhơn Trạch tăng trưởng tốt nhưng không chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu khiến doanh thu của TCL khó bứt phá.

Tính đến quý 1/2020, doanh thu của TCL tăng trưởng 17,1% yoy. Nguyên nhân do sản lượng hàng hóa cảng Cát Lái vẫn tăng trưởng 5% trong quý 1/2020 giúp hai dự án mới hoạt động vào quý 1/2020 (depot Tân Cảng Mỹ Thủy 2 và mở rộng 1,5 ha depot 6) đem lại hiệu quả tốt.

**2. Tỷ suất lợi nhuận gộp có xu hướng giảm dần**
**Tỷ suất LNG và CP theo yếu tố của TCL**

**So sánh tỷ suất LNG một số DN logistics**


Tỷ suất lợi nhuận gộp của TCL có xu hướng giảm dần do chi phí dịch vụ mua ngoài liên tục gia tăng qua các năm. Chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm tỷ trọng cao là đặc trưng của các doanh nghiệp trong ngành logistics khi phải thường xuyên thuê ngoài thêm kho bãi, xe tải hoặc nhân công để đáp ứng nhu cầu hàng hóa, đặc biệt là mùa cao điểm. Việc thuê ngoài sẽ tốn nhiều chi phí hơn so với việc tự thực hiện, do phải san sẻ lợi nhuận với nhà cung cấp dịch vụ.

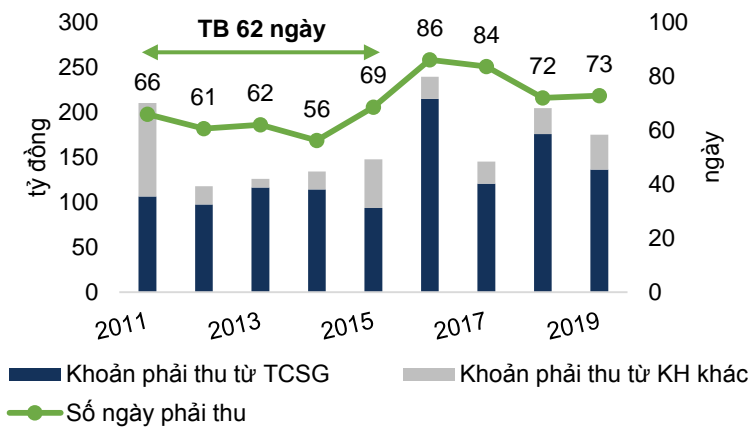
Đối với TCL, chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm 76% trong cơ cấu chi phí theo yếu tố năm 2019, bao gồm hai khoản chính là: chi phí thuê dịch vụ của các công ty thành viên của Tân Cảng Sài Gòn (chiếm 55% chi phí thuê ngoài) và chi phí thuê cơ sở hạ tầng cho tất cả đơn vị mà TCL khai thác (depot 6, 125, Tân Cảng Mỹ Thủy,...) chiếm 40%.

Trong giai đoạn 2015 – Q1/2020, TCL liên tục đầu tư thêm các dự án mới (ICD Tân Cảng Nhơn Trạch năm 2016, mở rộng depot 6, khu IMDG năm 2018, mở rộng 15 ha ICD Tân Cảng Nhơn Trạch năm 2019, depot Tân Cảng Mỹ Thủy 2 và mở rộng 1,5 ha depot 6 năm 2020), khiến chi phí thuê cơ sở hạ tầng gia tăng. Đồng thời, doanh thu của các dự án mới chưa đủ để bù đắp các chi phí cố định (thuê cơ sở hạ tầng, khấu hao). Từ đó, tỷ suất lợi nhuận gộp có xu hướng giảm trong giai đoạn này.

So sánh với các doanh nghiệp khác, TCL có tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức trung bình ngành, và thấp hơn đáng kể so với ILB và IST do hai doanh nghiệp này hiện đang cung cấp các dịch vụ có tỷ suất lợi nhuận cao như kho ngoại quan, kho CFS, kho phân phối, giao nhận và vận chuyển hàng hóa.

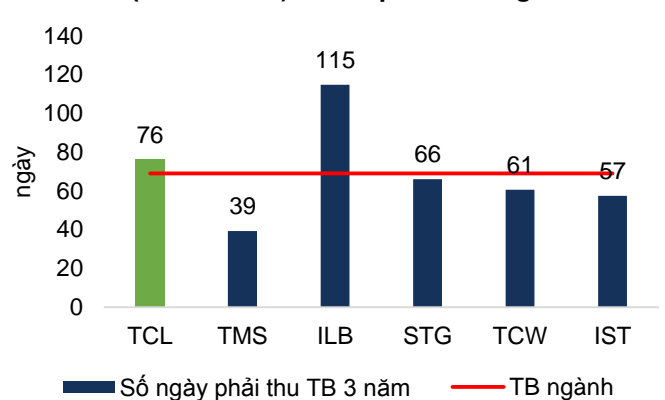
### 3. Số ngày phải thu dần được cải thiện và ở mức trung bình trong ngành

**Khoản phải thu và số ngày phải thu của TCL**



Nguồn: TCL, FPTS tổng hợp

**Số ngày phải thu bình quân 3 năm (2017 - 2019) của một số DN logistics**



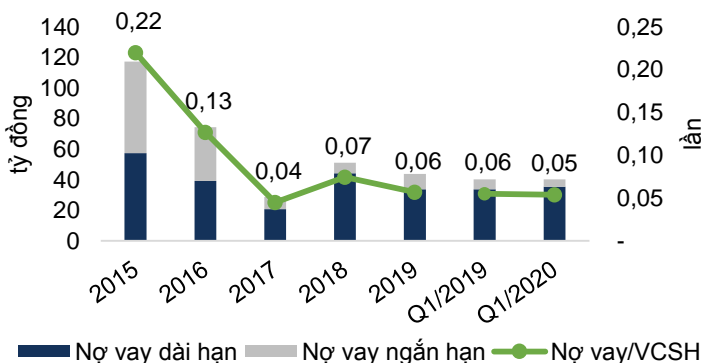
Nguồn: TCL, FPTS tổng hợp

Trong giai đoạn 2015 – 2019, khoản phải thu từ Tân Cảng Sài Gòn luôn chiếm phần lớn (trung bình đạt 80%) trong cơ cấu khoản phải thu của TCL và biến động rất mạnh trong giai đoạn này, trong khi đó khoản phải thu từ các khách hàng khác thì tương đối ổn định. Từ đó cho thấy khả năng thu hồi công nợ của TCL phụ thuộc nhiều vào khoản phải thu từ Tân Cảng Sài Gòn, đồng thời tiềm ẩn rủi ro bị chiếm dụng vốn từ khách hàng này.

Số ngày phải thu của TCL gia tăng và giữ ở mức cao trong năm 2016 và 2017 (số ngày phải thu trung bình trong giai đoạn 2011 – 2015 là 62 ngày), nguyên nhân do khoản phải thu từ Tân Cảng Sài Gòn tăng mạnh, nguồn vốn bị chiếm dụng được Tân Cảng Sài Gòn dùng để đầu tư dự án cảng nước sâu Lạch Huyện vào 2016. Sau giai đoạn trên, số ngày phải thu đã được cải thiện và giảm còn 73 ngày nhưng vẫn cao hơn giai đoạn 2011 – 2015. Số ngày phải thu bình quân 3 năm (2017 – 2019) của TCL ở mức trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành.

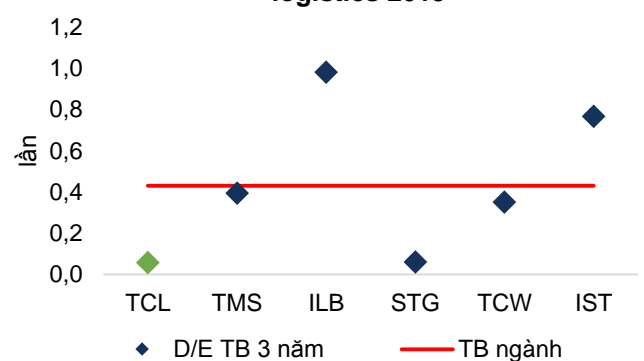
### 4. Tỷ số nợ vay/VCSH giảm dần và ở mức thấp trong ngành

**Tỷ số Nợ vay/VCSH của TCL từ 2015 - 2019**



Nguồn: TCL, FPTS tổng hợp

**Tỷ số Nợ vay/Vốn CSH của một số DN logistics 2019**



Nguồn: TCL, FPTS tổng hợp

Tỷ số nợ vay/VCSH của TCL đang có xu hướng giảm dần và hiện đang ở mức thấp so với các doanh nghiệp trong ngành. Trong đó, cả nợ ngắn hạn và dài hạn đều giảm ngay sau khi các dự án đầu tư hoàn thành và đóng góp vào



dòng tiền của TCL (như depot Tân Cảng Mỹ Thủy 1 (T1/2015), ICD Tân Cảng Nhơn Trạch (T6/2016) và tòa nhà văn phòng (T12/2018)). Cơ cấu nợ vay của TCL toàn bộ đều là nợ vay dài hạn, nợ vay ngắn hạn về bản chất là nợ vay dài hạn đến hạn trả từ giai đoạn trước (giai đoạn 2010 – 2011 khi TCL đầu tư thêm thiết bị xếp dỡ).

## TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA TCL

### 1. Cập nhật kết quả hoạt động kinh doanh quý 1/2020

Đơn vị: tỷ đồng	Q1/2020	Q1/2019	%yoy
<b>Doanh thu</b>	<b>242,6</b>	<b>207,2</b>	<b>+17,1%</b>
Khu vực cảng Cát Lái	213,8	178,2	+20%
ICD Tân Cảng Nhơn Trạch	28,8	29	-0,7%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>37,2</b>	<b>34,5</b>	<b>+7,9%</b>
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	<b>15,3%</b>	<b>16,6%</b>	
Chi phí bán hàng	3,4	1,5	+120,8%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	13,3	11,9	+11,8%
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>25,7</b>	<b>25,7</b>	<b>+0,2%</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	5,7	5,4	+6,7%
Chi phí tài chính	0,5	0,7	-34,7%
<b>Lợi nhuận sau thuế TNDN</b>	<b>21,8</b>	<b>21,1</b>	<b>+3,2%</b>

Nguồn: TCL, FPTS tổng hợp

#### Động lực tăng trưởng doanh thu chính đến từ khu vực cảng Cát Lái

Tính đến quý 1/2020, doanh thu của TCL đạt 242,6 tỷ đồng (+17,1% yoy), trong đó doanh thu từ khu vực cảng Cát Lái là động lực tăng trưởng chính, đạt 213,8 tỷ (+20% yoy), nhờ:

(1) Tình hình hoạt động của cảng Cát Lái vẫn duy trì ổn định trong quý 1/2020, sản lượng hàng hóa thông qua cảng tăng 5% yoy ngay cả khi dịch Covid – 19 đang diễn biến phức tạp, giúp hỗ trợ hoạt động logistics tại khu vực.

(2) Hoạt động cung cấp dịch vụ depot tăng trưởng khả quan, đạt 122,7 tỷ đồng (+20,9% yoy). Các dự án đầu tư, mở rộng depot trong giai đoạn 2018 – Q1/2020 (như depot Tân Cảng Mỹ Thủy 2, mở rộng depot 6) hoạt động với hiệu suất ngày càng tăng nhờ tận dụng được lợi thế về vị trí và hưởng lợi từ chiến lược của Tân Cảng Sài Gòn. Ngoài ra, doanh thu từ dịch vụ xếp dỡ container tại bãi và dịch vụ khác cũng tăng trưởng lần lượt đạt 7,2% yoy và 10% yoy.

Trong khi đó, doanh thu từ ICD Tân Cảng Nhơn Trạch quý 1/2020 đạt 28,8 tỷ đồng, giảm nhẹ 0,7% yoy, do tác động của dịch bệnh khiến nhu cầu sử dụng các dịch vụ logistics tại khu vực này giảm.

**Lợi nhuận gộp quý 1/2020 của TCL đạt 37,2 tỷ đồng (+7,9% yoy), tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 15,3% so với mức 16,6% trong quý 1/2019.** Nguyên nhân đến từ hoạt động của các dự án mới đầu tư (depot Tân Cảng Mỹ Thủy 2 và mở rộng depot 6) chưa bù đắp được các chi phí cố định (như thuê cơ sở hạ tầng, khấu hao).

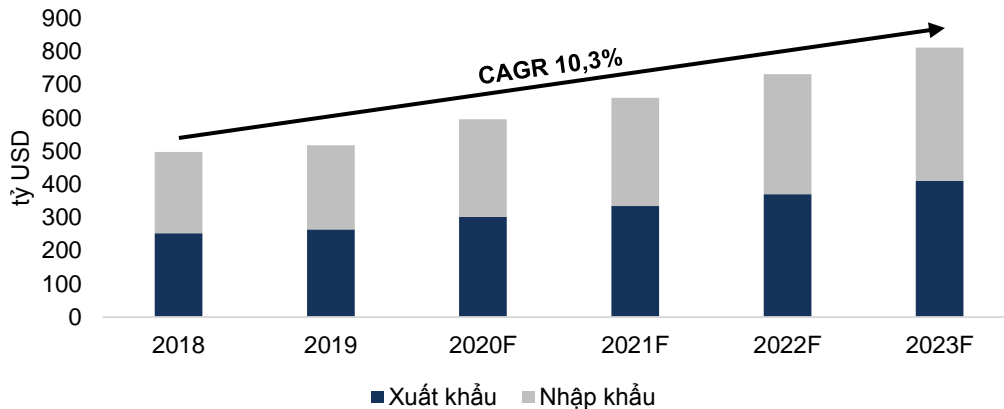
**Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp** quý 1/2020 đạt 16,7 tỷ đồng (+24,6% yoy) do gia tăng hoạt động marketing và quản lý doanh nghiệp cho các dự án mới đầu tư.

Theo đó, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chỉ tăng 0,2% yoy, đạt 25,7 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp đạt 21,8 tỷ đồng (+3,2% yoy).



## 2. Triển vọng và dự phóng hoạt động kinh doanh

Giá trị xuất khẩu, nhập khẩu Việt Nam giai đoạn 2018 - 2023F



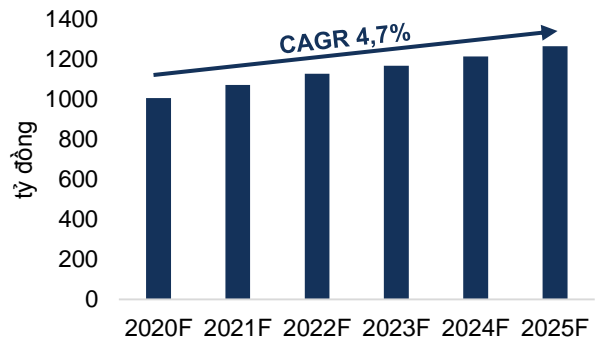
Nguồn: BMI, FPTs tổng hợp

Triển vọng tăng trưởng của các doanh nghiệp logistics phụ thuộc nhiều vào tình hình xuất nhập khẩu, giao thương của Việt Nam với các quốc gia khác. Trong những năm tới, xuất nhập khẩu của Việt Nam được đánh giá tiếp tục khả quan nhờ các Hiệp định Thương mại tự do như CPTPP (có hiệu lực từ 14/01/2019) và EVFTA (dự kiến có hiệu lực vào T5/2020). Theo dự báo của BMI, kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam sẽ tăng trưởng 10,3%/năm trong giai đoạn 2018 – 2023F.

Với triển vọng khả quan về ngành logistics Việt Nam và những phân tích về hoạt động kinh doanh, tình hình tài chính của TCL ở trên, chúng tôi dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của TCL giai đoạn 2020 – 2025F với các giả định như sau:

Chỉ tiêu	Giả định
Doanh thu	Tình hình dịch Covid – 19 trong nước sẽ được kiểm soát trong quý 2/2020 và hoạt động sản xuất sẽ dần hồi phục trong quý 3/2020. Chúng tôi dự phóng doanh thu của TCL năm 2020 sẽ tăng 5,7% yoy, sau đó sẽ tăng trưởng với CAGR đạt 4,7% trong giai đoạn 2020 – 2025F, nguyên nhân đến từ:
	<p><b>(1) Khu vực cảng Cát Lái</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>Dịch vụ vận tải, xếp dỡ:</i> Doanh thu và sản lượng xếp dỡ giảm dần do thiết bị xếp dỡ đã cũ và năng lực hoạt động không còn tốt như trước, đồng thời TCL sẽ không đầu tư thêm vào dịch vụ này ở Cát Lái.</li> <li>- <i>Dịch vụ depot:</i> Doanh thu sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ duy trì lợi thế về vị trí ở ba depot bên trong cảng Cát Lái và hưởng lợi từ chính sách của Tân Cảng Sài Gòn ở hai depot bên ngoài cảng. Đồng thời các dự án mới đi vào hoạt động như mở rộng 1,5 ha depot 6 và depot Tân Cảng Mỹ Thủy 2 cũng sẽ đóng góp vào tăng trưởng doanh thu của mảng dịch vụ này.</li> </ul> <p><b>(2) ICD Tân Cảng Nhơn Trạch</b></p> <p>Tăng trưởng doanh thu sẽ tiếp tục khả quan nhờ triển vọng tăng trưởng hàng hóa ở khu vực Nhơn Trạch còn nhiều và công suất của ICD Tân Cảng</p>

Kết quả dự phóng doanh thu của TCL giai đoạn 2020 - 2025F



Nhơn Trạch sẽ tăng mạnh (tăng 45% lên 320.000 TEU/năm) sau khi hoàn thành dự án nâng cấp 2,5 ha bãi container rỗng thành bãi container hàng vào năm 2021. Đồng thời, dự án xây dựng thêm 5 kho hàng trong giai đoạn 2020 – 2025F cũng sẽ đem lại kết quả tốt. Tuy nhiên, doanh thu năm 2020 sẽ tăng trưởng chậm lại, đạt mức 6,7% yoy (so với mức 26,7% yoy năm 2019) do ảnh hưởng của dịch bệnh vào nửa đầu 2020.

**Lợi nhuận gộp**

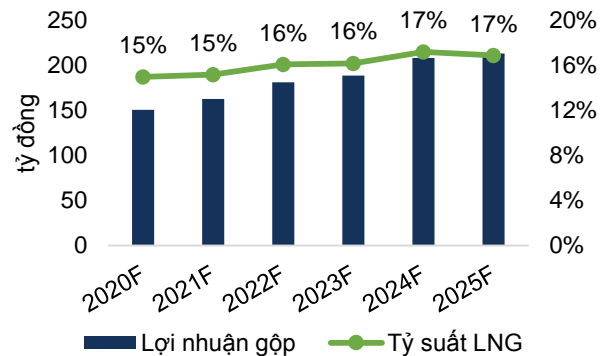
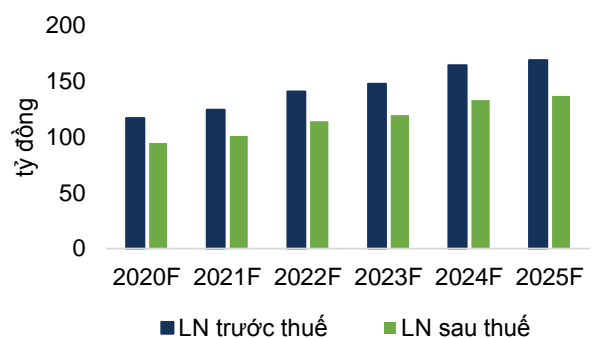
Lợi nhuận gộp tăng trưởng với CAGR đạt 7,2% trong giai đoạn 2020 – 2025F và tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ dần được cải thiện trong giai đoạn này nhờ các dự án đầu tư ở khu vực cảng Cát Lái như depot Tân Cảng Mỹ Thủy 2, mở rộng 1,5 ha depot 6 hoạt động ổn định, đủ để bù đắp chi phí cố định và tạo ra lợi nhuận cho TCL. Trong khi đó, ICD Tân Cảng Nhơn Trạch vẫn chưa tạo ra lợi nhuận do vẫn tiếp tục gia tăng đầu tư trong giai đoạn này (như dự án đầu tư thêm 5 kho hàng và nâng cấp 2,5 ha bãi container rỗng thành bãi container hàng).

**Lợi nhuận trước thuế**

Lợi nhuận trước thuế tăng trưởng với CAGR đạt 7,6% trong giai đoạn 2020 – 2025F do lợi nhuận gộp tăng trưởng; chi phí tài chính tăng 16,2%/năm do vay nợ để đầu tư dự án xây dựng thêm 4 kho hàng và dự án nâng cấp 2,5 ha bãi container rỗng thành bãi container hàng ở ICD Tân Cảng Nhơn Trạch; chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm tỷ trọng trong doanh thu lần lượt là 1,1% và 5,2%.

**Lợi nhuận sau thuế**

Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp được giả định bằng với thuế suất năm 2019 là 19%, do đó lợi nhuận sau thuế của TCL trong giai đoạn này sẽ bằng 81% lợi nhuận trước thuế.

**Kết quả dự phóng lợi nhuận gộp của TCL giai đoạn 2020 - 2025F**

**Kết quả dự phóng LN TT và LN ST của TCL giai đoạn 2020 - 2025F**


## TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá TCL sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE với tỷ trọng 50%:50%. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 24.700 VNĐ/CP cho cổ phiếu TCL, cao hơn 15% so với giá đóng cửa ngày 12/05/2020. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TCL cho mục tiêu trung và dài hạn.

Phương pháp	Kết quả	Trọng số
<b>Phương pháp chiết khấu dòng tiền</b>	<b>24.747</b>	
Dòng tiền tự do chủ sở hữu	25.753	<b>50%</b>
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	23.741	<b>50%</b>

## CÁC GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giá định mô hình	Giá trị	Giá định mô hình	Giá trị
WACC 2020	12,86%	Phần bù rủi ro	9,44%
Chi phí sử dụng nợ 2020	5,94%	Hệ số Beta không đòn bẩy	0,75
Chi phí sử dụng VCSH 2020	13,58%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,6%	Thời gian dự phóng	6 năm

## KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	736.736.086.786
(+) Tiền mặt tại công ty	23.128.868.592
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	43.860.299.334
Giá trị vốn chủ sở hữu	716.004.656.044
Số cổ phiếu lưu hành	30.158.436
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>23.741</b>

Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu	776.658.191.354
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>25.753</b>

## TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F	CĐKT	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>952</b>	<b>1.006</b>	<b>1.071</b>	<b>1.127</b>	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	797	855	909	946	+ Tiền và tương đương tiền	146	145	179	252
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>155</b>	<b>151</b>	<b>163</b>	<b>181</b>	+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	131	131	131	131
- CP bán hàng	10	11	12	12	+ Các khoản phải thu	210	234	248	261
- CP quản lí DN	51	52	55	58	+ Hàng tồn kho	8	5	5	5
Lợi nhuận HĐKD	94	88	96	111	+ Tài sản ngắn hạn khác	3	3	3	3
Lãi/(lỗ) HĐTC	20	28	28	29	Tổng tài sản ngắn hạn	499	517	567	652
Lợi nhuận khác	1	1	1	1	+ Nguyên giá tài sản	849	939	1.025	1.049
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	118	120	129	146					

- CP lãi vay	2	3	4	5
LN trước thuế	116	117	125	141
- Thuế TNDN	22	22	24	27
<b>LN sau thuế</b>	<b>94</b>	<b>95</b>	<b>101</b>	<b>114</b>
EPS (đồng)	3.481	3.140	3.346	3.782

<b>CĐHH</b>				
+ Khấu hao lũy kế	-524	-586	-657	-730
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	325	353	368	319
+ Đầu tư tài chính dài hạn	151	151	151	151
+ Tài sản dài hạn khác	31	41	35	34
+ Xây dựng cơ bản dở dang	2	2	2	2
Tổng tài sản dài hạn	558	595	603	552
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.057</b>	<b>1.112</b>	<b>1.170</b>	<b>1.204</b>
<b>Nợ &amp; VCSH</b>				
+ Phải trả người bán	140	141	149	156
+ Vay và nợ ngắn hạn	10	9	9	9
+ Quỹ khen thưởng	4	19	20	21
Nợ ngắn hạn	212	227	240	250
+ Vay và nợ dài hạn	34	59	83	74
Nợ dài hạn	74	99	124	115
<b>Tổng nợ</b>	<b>287</b>	<b>327</b>	<b>364</b>	<b>365</b>
+ Vốn điều lệ	302	302	302	302
+ LN chưa phân phối	387	393	404	425
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>748</b>	<b>763</b>	<b>784</b>	<b>817</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	22	22	22	22
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.057</b>	<b>1.112</b>	<b>1.170</b>	<b>1.204</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền đầu năm	131	146	145	179
LN sau thuế CT mẹ	94	95	101	114
+ Khấu hao	53	63	72	74
+ Điều chỉnh	-	-	-	-
+ Thay đổi vốn lưu động	(3)	(33)	(16)	(23)
Tiền từ HĐKD	144	125	157	165
+ Thanh lý tài sản cố định	1	-	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(56)	(90)	(86)	(24)
+ Tăng (giảm) đầu tư	(51)	-	-	-
+ Các HĐ đầu tư khác	30	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(76)	(90)	(86)	(24)
+ Cổ tức đã trả	(42)	(60)	(60)	(60)
+ Tăng (giảm vốn)	-	-	-	-
+ Thay đổi nợ vay	(11)	23	24	(9)
+ Các HĐ tài chính khác	-	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	(52)	(37)	(36)	(69)
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>15</b>	<b>(2)</b>	<b>35</b>	<b>73</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>146</b>	<b>145</b>	<b>179</b>	<b>252</b>

Chỉ số HQ vận hành	2019	2020F	2021F	2022F
Số ngày phải thu	72,8	73,0	73,0	73,0
Số ngày tồn kho	2,4	2,1	2,1	2,1
Số ngày phải trả	61,2	60,0	60,0	60,0
Thời gian lưu chuyển tiền	14,0	15,1	15,1	15,1
COGS / Hàng tồn kho	98,6	173,9	173,9	173,9

Chỉ số khả năng sinh lời	2019	2020F	2021F	2022F
Tỷ suất LN gộp	16,2%	15,0%	15,2%	16,1%
Tỷ suất LNST	9,8%	9,4%	9,4%	1,3%
ROE DuPont	12,6%	12,2%	12,7%	13,9%
ROA DuPont	9,1%	8,7%	8,9%	9,6%
EBIT/Doanh thu	12,4%	11,9%	12,0%	13,0%
LNST/LNTT	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%
LNTT/EBIT	97,9%	97,8%	96,9%	96,3%
Vòng quay tổng tài sản	92,4%	92,8%	93,9%	95,0%
Đòn bẩy tài chính	1,39	1,39	1,43	1,44

Chỉ số thanh khoản/ Đòn bẩy tài chính	2019	2020F	2021F	2022F
CS thanh toán hiện hành	2,3	2,3	2,4	2,6
CS thanh toán nhanh	2,3	2,3	2,3	2,6
CS thanh toán tiền mặt	1,3	1,2	1,3	1,5
Nợ / Tổng tài sản	0,0	0,1	0,1	0,1
Nợ / Vốn chủ sở hữu	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ dài hạn / VCSH	0,0	0,1	0,1	0,1
Khả năng thanh toán lãi vay	48,0	45,9	32,2	26,9

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 73 cổ phiếu TCL, người phê duyệt báo cáo và chuyên viên phân tích hiện không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.  
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán  
FPT**

**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**  
Tầng 3, tòa nhà Bến Thành  
Times Square, 136-138 Lê Thị  
Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí  
Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán  
FPT**

**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**  
Tầng 3, toà nhà Trảng Tiền, 130  
Đống Đa, Quận Hải Châu, TP.  
Đà Nẵng, Việt Nam.  
ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888