

Công ty Cổ phần Transimex (HSX: TMS)

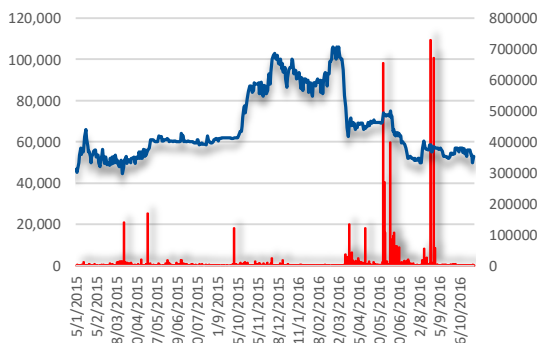
Báo cáo lần đầu 22/11/2016

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	75.600
Tiềm năng tăng giá	37.45%
Cổ tức (VND)	0
Lợi suất cổ tức	0%

Thông tin cổ phiếu 22/11/2016

Giá hiện tại (VND)	55.000
Số lượng CP niêm yết	30.600.093
Số lượng CP lưu hành	31.255.465
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.653,41
Khoảng giá 52 tuần	50.000 – 91.500
KLGD TB 30 ngày	1.133
% sở hữu nước ngoài	49%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Số lượng được phép sở hữu	14.994.045
Số lượng còn được phép mua	0

Biến động giá trong 12 tháng



Liên hệ

Chuyên viên phân tích

Lâm Trần Tấn Sĩ

Email: si.lamtrantan@mbs.com.vn

Tel: +84 949 187 525

Kết nối hiệu quả - Hoàn thiện chuỗi dịch vụ Logistics

- TMS là doanh nghiệp hoạt động trong ngành Logistics đang từng bước hoàn thiện chuỗi dịch vụ một cách hiệu quả tạo ra sự tăng trưởng đều trong dài hạn.
- Thông qua việc đầu tư hạ tầng kho bãi logistics tại các khu vực đầu mối vận tải hàng hóa.
- Phát triển mạng lưới cung ứng dịch vụ thông qua đầu tư liên doanh, sát nhập với các công ty cùng ngành.
- Quan điểm khuyến nghị/đánh giá: **MUA cổ phiếu TMS**

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

ĐVT: Tỷ đồng	2015	2016F	2017F	2018F
Doanh thu	489	599	762	963
Lợi nhuận	155	178	222	276
EPS	6.538	5.711	6.502	8.078
ROE	19,3%	18,3%	18,5%	19,4%
P/E		9,3x	8,1x	6,5x

Nguồn: BCTC TMS và MBS dự phóng

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu đối với cổ phiếu TMS của CTCP Transimex với mức giá mục tiêu 75.600 đồng, cao hơn 37.45% so với mức giá hiện tại, dựa vào các luận điểm như sau:

- Gia tăng đáng kể hạ tầng kho bãi sau khi đưa vào hoạt động dự án Trung tâm Logistics Khu công nghệ cao có quy mô 10ha vào tháng 5/2016.** Ước tính cả năm 2016, doanh thu từ Trung tâm Logistics sẽ đạt khoảng 60 tỷ đồng, bắt đầu hòa vốn từ Q4/2016. Sang năm 2017, chúng tôi dự phóng doanh thu của Trung tâm Logistics sẽ đạt khoảng 150 tỷ đồng, đồng thời đóng góp thêm khoảng 20 – 24 tỷ đồng, chiếm khoảng 11% lợi nhuận sau thuế của TMS.
- Đầu tư liên kết vào công ty Cholimex mẹ với tỷ lệ 35%.** Ngoài việc, TMS gia tăng lợi nhuận từ việc hợp nhất kết quả kinh doanh khoảng 30 tỷ hàng năm. TMS sẽ dần cung cấp các dịch vụ logistics cho Cholimex, đồng thời xây dựng một Trung tâm Logistics tại KCN Vĩnh Lộc mở rộng thuộc Cholimex. Dự án này có quy mô khoảng 10ha, được dự kiến sẽ bắt đầu xây dựng trong năm 2017 và hoạt động từ năm 2018.
- Hợp tác đầu tư dự án Trung tâm phân phối tại khu vực Tân Thuận,** trong đó tổng tỷ lệ lợi ích của TMS là 46,4%. Dự kiến dự án sẽ được hoàn thành và đưa vào hoạt động từ Q3.2017 đóng góp vào tăng trưởng dài hạn trong năm 2018 và 2019. Doanh thu dự kiến từ dự án này khoảng 35 tỷ đồng sau khi hoạt động hết công suất.
- Hệ thống kho bãi đang hoạt động như ICD Transimex, DC Bình Dương và DC Đà Nẵng đã đầy công suất.** Tuy nhiên, hệ thống kho bãi này vẫn được tiếp tục tái sắp xếp hàng hóa, tạo ra sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong ngắn hạn.
- Dự phóng doanh thu và lợi nhuận của TMS trong năm 2016 lần lượt là 599,3 tỷ đồng (+22,61% YoY) và 178,5 tỷ đồng (14,9% YoY).** Các dự án tại quận 9 và Tân Thuận sẽ đóng góp mạnh mẽ vào sự tăng trưởng trong năm 2017 và 2018. Ước tính lợi nhuận sau thuế sẽ lần lượt tăng trưởng 24,3% và 24,2%.

ĐỊNH GIÁ

Kết hợp sử dụng hai phương pháp định giá so sánh P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFE, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu cho cổ phiếu TMS cho mục tiêu đầu tư 12 tháng là 75.400 VND. Với mức EPS forward 2017 đạt 6.500 VND, mức giá mục tiêu này tương ứng với mức P/E là 11,6 lần.

RỦI RO

Rủi ro biến động tỷ giá

Hoạt động kinh doanh chính của TMS bao gồm các dịch vụ giao nhận hàng hóa xuất nhập khẩu, phần lớn các hợp đồng giao dịch đều liên quan đến đồng USD. Đồng thời, TMS có khoản vay USD từ Ryobi Holdings trị giá 4.000.000 USD. Do đó, các biến động trong tỷ giá hối đoái sẽ làm ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh của Transimex.

Rủi ro biến động thương mại

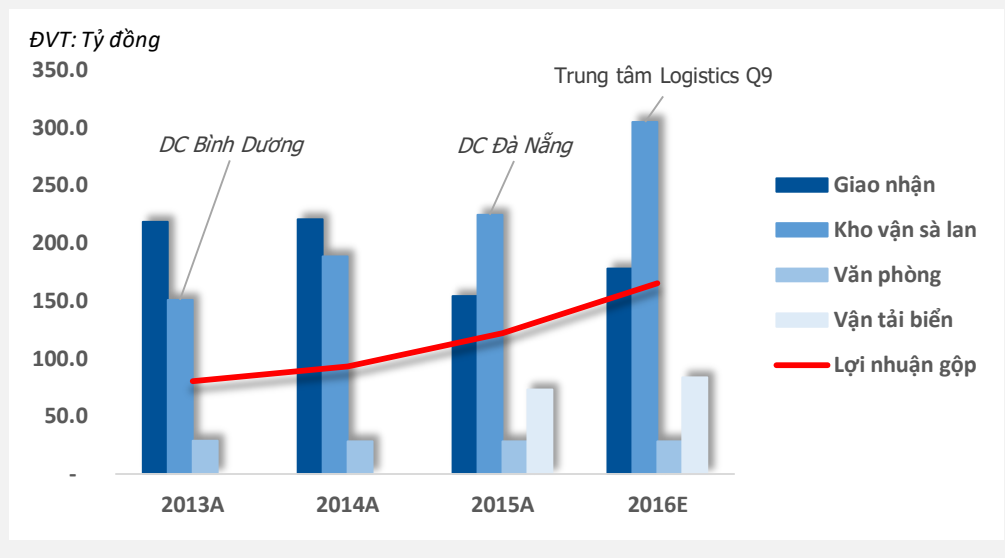
Hoạt động logistics được xem là một ngành kinh tế phụ trợ đáp ứng cho nhu cầu sản xuất và thương mại hàng hóa. Hoạt động thương mại, xuất nhập khẩu luôn tác động trực tiếp đến sản lượng hàng hóa xuất nhập cảng. Do đó, khi tình hình kinh tế vĩ mô, thương mại không khả quan sẽ tác động trực tiếp đến hoạt động kinh doanh giao nhận hàng hóa, xếp dỡ, lưu kho của Transimex.

Rủi ro cạnh tranh

Bản chất tình hình ngành logistics tại Việt Nam đang khá cạnh tranh, do số lượng doanh nghiệp tham gia vào ngành rất lớn và phân tán. Hoạt động kinh doanh của Transimex dựa trên nền tảng các hạ tầng kho bãi tại khu vực Trường Thọ - Thủ Đức, Bình Dương, Khu công nghệ cao Q9, Tân Thuận... Hoạt động tại các khu vực này chịu sự cạnh tranh khá lớn bởi các công ty như Gemadept, Sotrans, Tanamexco...

Hoạt động kinh doanh tăng trưởng từ phát triển hạ tầng logistics và mở rộng kết nối với các đối tác

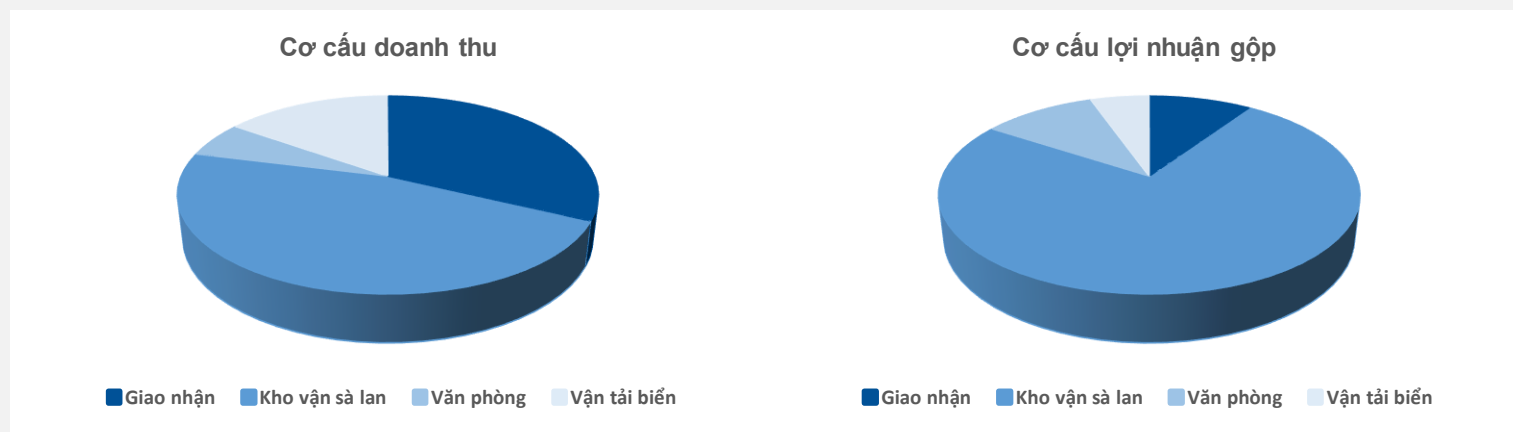
Biểu 1: Doanh thu các mảng kinh doanh của TMS



Nguồn: BCTC TMS và MBS dự phóng

Transimex hoạt động chính trong lĩnh vực logistics, doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ hoạt động giao nhận, kho vận. Trong giai đoạn 2013 – 2016, TMS tập trung phát triển mạnh về hạ tầng kho bãi logistics, từ đó tạo ra nền tảng cho các hoạt động giao nhận, đại lý hãng tàu. TMS lần lượt triển khai các dự án như DC Bình Dương, DC Đà Nẵng, Trung tâm Logistics Quận 9. Lợi nhuận gộp từ mảng kho vận sà lan liên tục tăng trưởng với tốc độ bình quân 43%/năm, trong giai đoạn này.

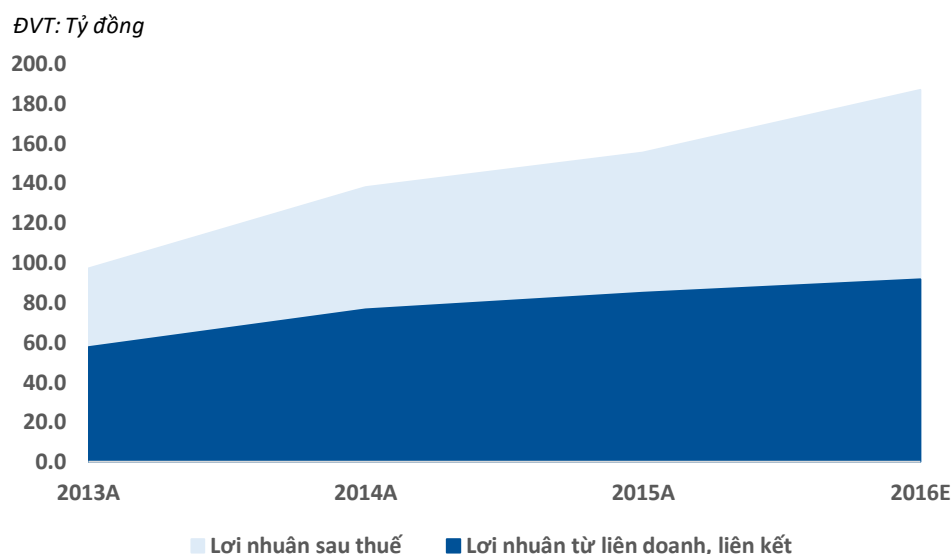
Biểu 2: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp



Nguồn: BCTC TMS

Transimex định hướng phát triển trở thành một công ty cung cấp dịch vụ logistics trọn gói trong đó bao gồm chiến lược phát triển thông qua mua bán sáp nhập các công ty trong ngành nhằm nhanh chóng mở rộng mạng lưới trong chuỗi logistics. Hàng năm, lợi nhuận đến từ hoạt động liên doanh liên kết luôn tăng trưởng đều đặn.

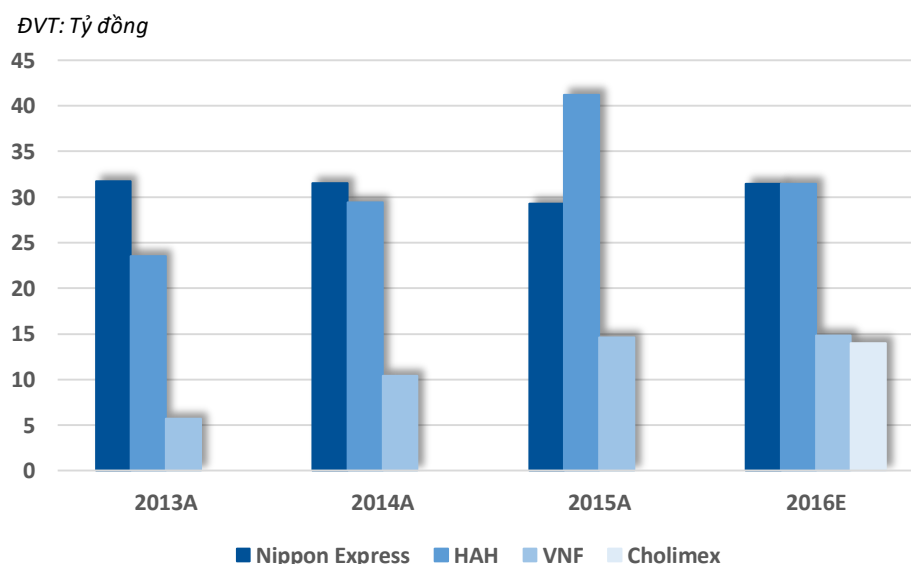
Biểu 3: Tỷ lệ đóng góp từ lợi nhuận liên doanh liên kết



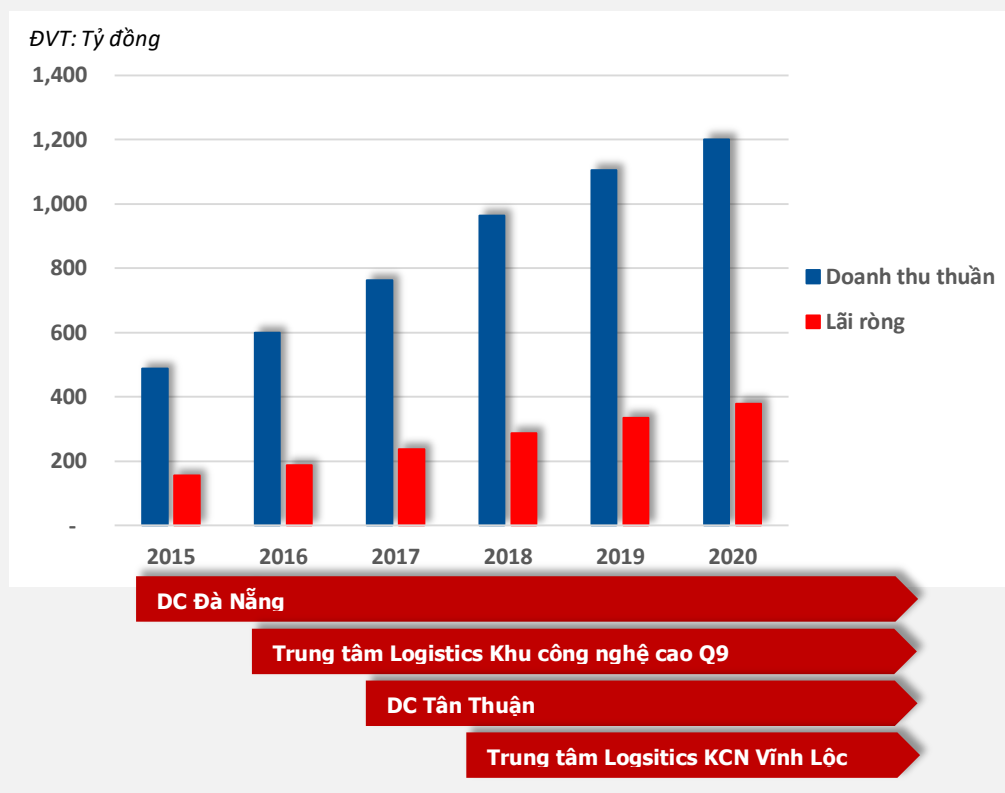
Nguồn: BCTC TMS và MBS dự phóng

Năm 2015, lợi nhuận từ liên doanh liên kết đạt 85,1 tỷ đồng, chiếm 54,7% so với tổng lợi nhuận sau thuế. Ngoài việc gia tăng lợi nhuận thuần túy từ các công ty liên kết, TMS tận dụng hệ thống của các công ty này để cung cấp cho khách hàng dịch vụ logistics trọn gói bao gồm giao nhận, vận tải đa phương thức, quản lý hàng tồn kho và cảng biển.

Biểu 4: Lợi nhuận của từng công ty liên doanh liên kết



Nguồn: BCTC TMS và MBS dự phóng

Biểu 5: Bản đồ tăng trưởng trong giai đoạn 2015 – 2020

Nguồn: MBS ước tính

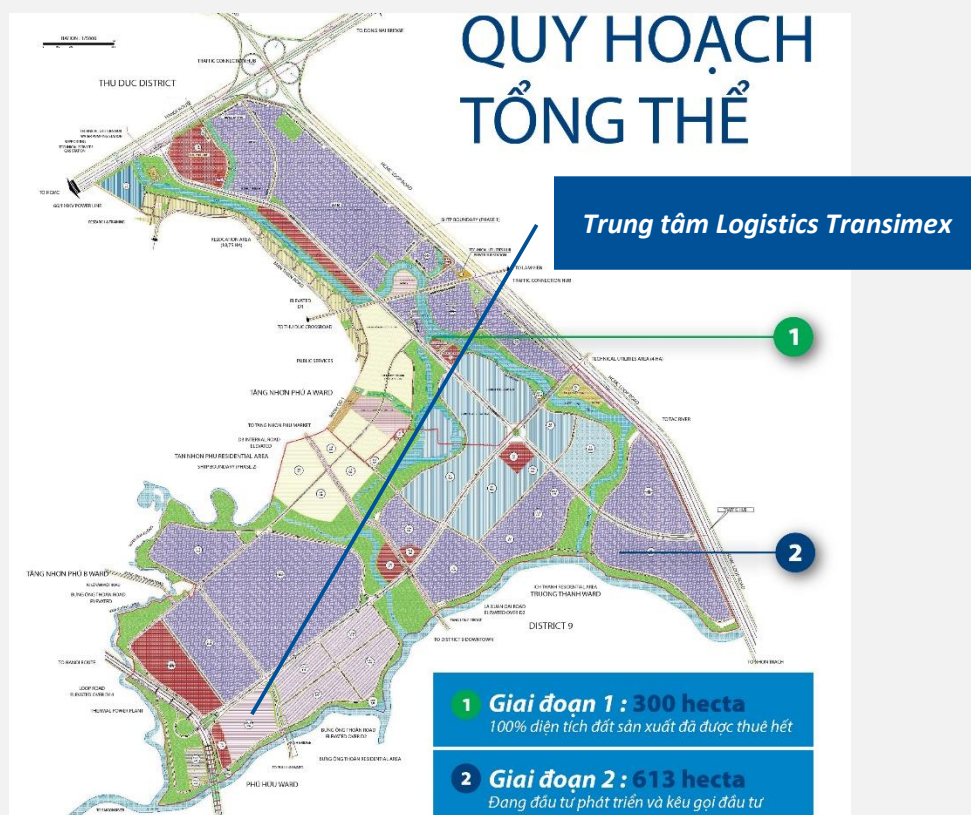
Trung tâm Logistics Khu Công nghệ cao là động lực tăng trưởng mới trong năm 2017

Trung tâm Logistics có vị trí nằm tại Khu Công nghệ cao (KCNC) TP. Hồ Chí Minh, bắt đầu đưa vào hoạt động chính thức trong tháng 5/2016. Vị trí của dự án khá thuận lợi khi nằm ngay trong Khu Công nghệ cao, có nguồn hàng hóa dồi dào từ các nhà máy công nghệ điện tử, cơ khí chính xác, công nghệ sinh học. Ngoài ra, Khu công nghệ cao nằm trên trục đường Xa Lộ Hà Nội, kết nối giao thông từ Bình Dương, Đồng Nai về TP. Hồ Chí Minh, thuận tiện cho TMS cung cấp dịch vụ cho các khu công nghiệp lân cận.

Khu công nghệ cao Quận 9 (SHTP) có tổng diện tích 801 ha, đồng thời đã có 102 doanh nghiệp đầu tư vào từ năm 2004. Theo thống kê đến năm 2015, tổng vốn đầu tư thực hiện cho đến nay vào khoảng 1,156 triệu USD (đạt 35%) trên 3,33 tỷ USD đăng ký (chưa bao gồm 1,4 tỷ USD của dự án Samsung) mang lại doanh thu từ hoạt động sản xuất kinh doanh ước đạt gần 12,5 tỷ USD, trong đó riêng giá trị xuất khẩu đạt 12,2 tỷ USD (hơn 99% hàng xuất khẩu). Giá trị tiêu thụ nội địa vào khoảng 105 triệu USD (chiếm khoảng 1%). Giá trị xuất khẩu 6 tháng đầu năm 2015 đạt 2,13 tỷ USD (tăng hơn 100% so với cùng kỳ 2014), hoàn thành 53,25% chỉ tiêu kế hoạch năm 2015. Nộp ngân sách nhà nước lũy kế đến nay là 109 triệu USD, trong 6 tháng đầu năm 2015 là 20,7 triệu USD, tăng gấp 5 lần so với cùng kỳ 2014 (3,97 triệu USD).

Chính vì vậy, nhu cầu hàng hóa xuất nhập khẩu tại khu vực Khu công nghệ cao chiếm ưu thế vượt trội kéo theo nhu cầu sử dụng kho ngoại quan ở mức độ cao để đáp ứng cho các nhà máy, xí nghiệp trong khu vực. Ngoài ra, trong khu vực SHTP hiện tại chỉ có hai nhà cung cấp dịch vụ logistics chuyên nghiệp là Ryobi (3 ha) và Transimex (10 ha).

Biểu 6: Quy hoạch tổng thể Khu công nghệ cao Quận 9



Nguồn: SHTP

Diện tích của Trung tâm Logistics TMS khoảng 10ha, tương đương với quy mô của ICD Transimex tại Thủ Đức. Trong đó, phần diện tích dành cho kho lạnh là 10.000 m² và kho tổng hợp (bao gồm kho CFS và kho ngoại quan) là 30.000 m². Hiện tại, TMS đang xin giấy phép để Trung tâm Logistics trở thành ICD (Inland Container Depot), thông quan tại chỗ, thu hút nguồn hàng tập kết.

Biểu 7: Cơ sở hạ tầng TT Logistics Quận 9

Cơ sở hạ tầng Trung tâm Logistics Khu công nghệ cao Q9

Tổng diện tích	100.000 m ²
Bãi chứa container	30.000 m ²
Kho ngoại quan và kho CFS	30.000 m ²
Kho lạnh/kho mát	9.000 m ²
Kho thường	10.000 m ²

Nguồn: TMS

Trong tháng 8/2016, Trung tâm Logistics Khu công nghệ cao đã hoạt động với 50% - 60% công suất, trong đó phần lớn là hàng hóa điện tử của Tổ hợp Samsung CE. Tuy nhiên, theo TMS, hàng hóa Samsung chỉ là thị trường khai thác bước đầu của Trung tâm Logistics và trong tương lai, TMS sẽ mở rộng sang khai thác hàng hóa của các nhà máy xí nghiệp trong Khu Công nghệ cao và các vùng lân cận.

Dự kiến, cuối năm 2016 Trung tâm Logistics sẽ hoạt động đạt công suất 70% - 80% và hoạt động 100% công suất vào Q2/2017. Ước tính cả năm 2016, doanh thu từ Trung tâm Logistics sẽ đạt khoảng 60 tỷ đồng, bắt đầu hòa vốn từ Q4/2016. Sang năm 2017, chúng tôi dự phóng doanh thu của Trung tâm Logistics sẽ đạt khoảng 150 tỷ đồng, đồng thời đóng góp thêm khoảng 20 – 24 tỷ đồng, chiếm khoảng 11% lợi nhuận sau thuế của TMS. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng Trung tâm Logistics sẽ tiếp tục có tăng trưởng doanh thu từ việc bố trí lại việc sắp xếp và danh mục hàng hóa, đồng thời lãi vay sẽ giảm dần qua các năm, tạo động lực tăng trưởng về lợi nhuận mạnh hơn. Ước tính đến năm 2019 – 2020, lợi nhuận từ Trung tâm Logistics sẽ đạt khoảng 40 tỷ đồng.

Trung tâm Logistics Đà Nẵng và Trung tâm phân phối Bình Dương tăng trưởng ổn định

Trung tâm Logistics Đà Nẵng có vị trí trong KCN Hòa Cầm, Đà Nẵng, cách cảng Tiên Sa khoảng 19km. Do đó, trung tâm Logistics Đà Nẵng có lợi thế trong việc lưu trữ và phân phối hàng xuất nhập khẩu, đồng thời cung cấp dịch vụ quản trị hàng tồn kho các nhà máy trong KCN. Quy mô của Trung tâm Logistics Đà Nẵng tương đối nhỏ với tổng diện tích 16.200 m2, trong đó có 9.300 m2 kho tổng hợp bao gồm kho ngoại quan.

Trung tâm Logistics bắt đầu hoạt động từ năm cuối năm 2015, tuy nhiên đến năm 2016 đã có lãi và kỳ vọng hoạt động hết công suất vào thời điểm cuối năm. Theo doanh nghiệp, lợi nhuận ước tính cho cho Trung tâm Logistics Đà Nẵng trong năm 2016 khoảng 2 – 3 tỷ đồng. Trong năm 2017, Trung tâm Logistics Đà Nẵng sẽ hoạt động hết công suất trong cả năm và sắp xếp lại hàng hóa, tạo ra tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận. Đồng thời, TMS đang lên kế hoạch để xin mở rộng thêm diện tích khai thác trong khi KCN Hòa Cầm.

Trung tâm phân phối Bình Dương có vị trí tại KCN Sóng Thần 2, Bình Dương. Tổng diện tích DC Bình Dương đạt 18.000 m2, trong đó có 11.700 m2 làm kho ngoại quan và kho hàng thường. Trung tâm phân phối bắt đầu hoạt động từ đầu năm 2013 và hết công suất từ năm 2014. Tuy nhiên, khi trung tâm phân phối hoạt động hết công suất, TMS tiếp tục cơ cấu lại danh mục hàng hóa với tỷ trọng hàng hóa có phí dịch vụ cao hơn. Do đó, lợi nhuận sau thuế từ DC Bình Dương vẫn có sự tăng trưởng đều đặn. Lợi nhuận sau thuế trong năm 2015 khoảng 2,5 tỷ đồng, và lợi nhuận sau thuế ước tính cả năm 2016 ước đạt 6 tỷ đồng.

ICD Transimex đóng góp lợi nhuận ổn định và tăng trưởng nhẹ

Vị trí kết nối trong chuỗi vận tải TP. Hồ Chí Minh...

ICD Transimex có vị trí tại khu vực Trường Thọ, Quận Thủ Đức, TP.HCM. Đây là vị trí thuận lợi cho việc phát triển mô hình ICD khi có thể đáp ứng mô hình vận tải đa phương thức. Đồng thời, vị trí nằm trên tuyến vận tải kết nối giữa các khu công nghiệp tại Bình Dương, Bình Phước, Đồng Nai và cảng Cát Lái. Dòng hàng hóa từ các khu công nghiệp này, ngoài việc vận tải đường bộ còn có thể kết hợp vận tải sà lan đến cảng Cát Lái, Tân Thuận, VICT, Hiệp Phước, Cái Mép. Thay vì vận tải bằng xe đầu kéo, giải pháp tốt hơn là tập trung hàng hóa container tại các ICD trong khu vực Trường Thọ trên một sà lan nhằm tiết kiệm chi phí vận tải trên mỗi container.



Biểu 8: Vị trí ICD Transimex

Nguồn: MBS tổng hợp

... đóng vai trò trung chuyển nội địa hữu hiệu

ICD Transimex có quy mô 10ha bao gồm kho ngoại quan, kho CFS và kho lạnh. Cảng ICD có mặt tiếp giáp với sông Đồng Nai, với chiều dài cầu cảng 180 mét có thể tiếp nhận cùng lúc 3 sà lan vào xếp dỡ hàng hóa. Do khu vực ICD Transimex nằm trong khu vực khá sâu trong nội địa, gần các khu công nghiệp hơn so với các cảng biển. Các ICD trong khu vực này chỉ có thể tiếp nhận sà lan với tải trọng 2.000 tấn và chỉ thực hiện chức năng trung chuyển hàng hóa ra các cảng biển, sau đó tiếp tục vận tải ra nước ngoài. Tổng công suất thông qua hàng hóa container tại ICD TMS khoảng 360.000 TEU/năm.

Biểu 9: Cơ sở hạ tầng ICD Transimex

Cơ sở hạ tầng ICD Transimex	
Tổng diện tích	93.970 m ²
Bãi chứa container	57.498 m ²
Kho ngoại quan	10.000 m ²
Kho CFS	7.000 m ²
Kho lạnh/kho mát	3.000 m ²
Chiều dài cầu cảng	180 m

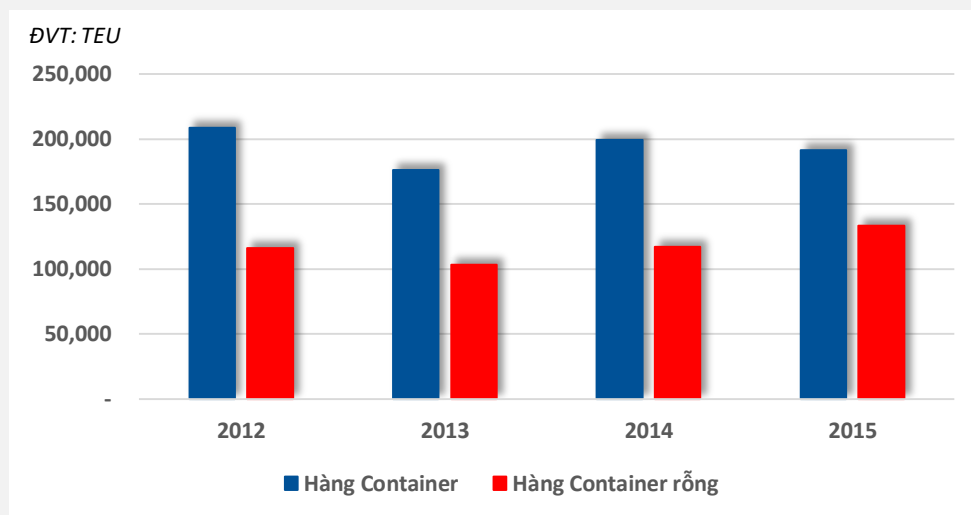
Nguồn: TMS

Tiếp tục tăng trưởng nhờ phân bổ lại hàng hóa

Trong năm 2015, tổng sản lượng container hàng và container rỗng đạt 324.459 TEU, tăng 2,6% so với cùng kỳ. Trong năm 2016, TMS tiến hành tái cơ cấu lại sản lượng hàng hóa tại ICD, trong đó tập trung gia tăng lượng container hàng hóa, giảm tỷ trọng container rỗng bằng cách sử dụng container rỗng từ các ICD lân cận. Điều này cũng góp phần tạo động lực gia tăng doanh thu mảng kho vận trong 6 tháng đầu năm 2016. Ước tính cả năm 2016, doanh thu ICD TMS đạt khoảng 160

tỷ đồng, tăng khoảng 11% so với năm 2015. Đây là đơn vị hoạt động từ lâu đời của TMS, hàng năm đóng góp trung bình khoảng 50% doanh thu trong mảng kho vận sà lan.

Biểu 10: Bàn đồ tăng trưởng trong giai đoạn 2015 – 2020



Nguồn: BCTN TMS

Đầu tư mới dự án tại quận 7 và khu vực Cảng Sài Gòn – Hiệp Phước

Đầu tư góp vốn thành lập CTCP Trung tâm phân phối Tân Thuận tại phường Tân Thuận Tây, quận 7 với vốn điều lệ 120 tỷ, trong đó cổ đông bao gồm Cảng Sài Gòn, TMS và VNF với tỷ lệ lần lượt là 35%, 35% và 30%. Tuy nhiên, hiện tại TMS đang sở hữu gần 39% vốn điều lệ của VNF, nên tỷ lệ lợi ích của TMS là 46,4%. Dự án bao gồm kho ngoại quan, kho lạnh và kho CFS được xây dựng 2 tầng với diện tích sàn khoảng 6,12ha.

Vị trí của dự án phường Tân Thuận Tây, là điểm trung gian kết nối hàng hóa từ các tỉnh miền Tây và hệ thống cảng Sài Gòn - Tân Thuận, Bến Nghé, VICT. Trong khi đó, cảng Sài Gòn đồng sở hữu trong liên doanh trung tâm phân phối và cảng VICT có mối quan hệ khá tốt với TMS, do đó, chúng tôi kỳ vọng sẽ có sự liên kết tốt giữa kho và cảng biển, gia tăng tiện ích cho khách hàng lưu kho hàng hóa.

Hơn nữa, dựa trên quy hoạch chi tiết nhóm cảng biển Đông Nam Bộ, trong khu vực cảng Sài Gòn, một số cảng phải thực hiện di dời bao gồm: cảng Nhà Rồng – Khánh Hội, Tân Thuận Đông. Tuy nhiên, các cảng còn lại như Sài Gòn – Tân Thuận, Bến Nghé, VICT chưa có nghiên cứu và quyết định cụ thể cho đến hết năm 2020. Vì vậy, trong năm 2017, khi hệ thống hạ tầng kho bãi, cảng tại khu vực Nhà Rồng – Khánh Hội thực hiện di dời, một phần nguồn hàng hóa có thể sẽ chuyển dịch về khu vực Tân Thuận.

Ngoài chức năng trung chuyển hàng hóa xuất nhập khẩu, Trung tâm phân phối Tân Thuận còn có thể cung cấp dịch vụ quản lý hàng tồn kho cho các siêu thị và các doanh nghiệp trong KCN Tân Thuận. Hiện tại, dự án đang trong quá trình giải tỏa di dời và dự kiến sẽ hoàn thành trong Q3/2017.

Thành lập công ty khai thác Cảng Sài Gòn – Hiệp Phước trong đó, TMS có thể sẽ đầu tư hoàn toàn 100% vốn điều lệ, thay vì góp vốn liên doanh như kế hoạch đầu năm 2016. Cảng Sài Gòn – Hiệp Phước hiện tại chỉ mới hoàn thành kiến tạo nền bãi, chưa hoàn thiện hệ thống kho và thiết bị nâng hạ, xếp dỡ. Hiện tại, phương án hợp tác giữa hai công ty là TMS sẽ thuê lại phần bãi và 600 mét cầu cảng của Cảng Sài Gòn – Hiệp Phước để khai thác hàng hóa container. Phần cầu cảng còn lại dài 200 mét sẽ do Cảng Sài Gòn khai thác hàng rời. Sau khi hoàn thành phương án hợp tác, TMS sẽ tiến hành đầu tư hoàn thiện kho bãi và hệ thống thiết bị khai thác. Tuy nhiên,

việc thỏa thuận giá thuê lại cảng Sài Gòn – Hiệp Phước vẫn đang tiếp diễn do liên quan đến phần vốn Vinalines trong Cảng Sài Gòn.

Cảng Sài Gòn – Hiệp Phước nằm trong nhóm 3 cảng khai thác hàng container tại khu vực Hiệp Phước, luồng Soài Rạp với độ sâu luồng 9,5 mét, tiếp nhận được tàu tải trọng lên đến 50.000 DWT. Luồng Soài Rạp theo quy hoạch chi tiết cảng biển Đông Nam Bộ trong tương lai sẽ là cửa ngõ chính cho hàng hóa xuất nhập khẩu của TP. Hồ Chí Minh. Chính quyền TP. Hồ Chí Minh trong tương lai sẽ tiếp tục nạo vét luồng tạo độ sâu đến 12 mét, tiếp nhận được tàu tải trọng 70.000 DWT, so với tải trọng 36.000 DWT tại khu vực Cát Lái.

Biểu 11: Bản đồ luồng Soài Rạp Hiệp Phước

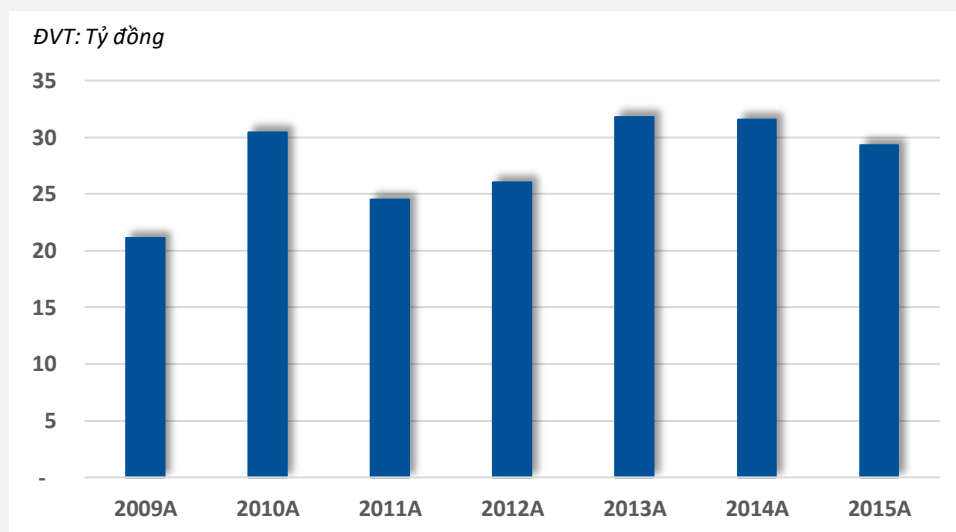


Nguồn: MBS tổng hợp

Tuy nhiên, trong ngắn hạn, lượng hàng hóa chuyển về hệ thống cảng Hiệp Phước vẫn còn khá thấp khoảng 400.000 TEUs, so với mức 4.200.000 TEUs tại Cát Lái. Hệ thống đường bộ kết nối đến cảng vẫn đang xây dựng và mới đáp ứng được hai cảng Tân Cảng – Hiệp Phước và SPCT ở thượng nguồn luồng Soài Rạp. Tuyến đường nối D3 đến cảng Sài Gòn – Hiệp Phước nhiều khả năng vẫn chưa hoàn thành trong năm 2016. Vì vậy, dự án khai thác cảng Sài Gòn – Hiệp Phước vẫn chưa đẩy mạnh trong năm 2017 và có thể hoàn thành vào giữa năm 2018 để tránh hao phí vốn đầu tư.

Liên doanh Nippon Express Vietnam kỳ vọng tăng trưởng sau dự án Đình Vũ

Công ty Liên doanh TNHH Nippon Express Vietnam bắt đầu hoạt động từ năm 2000, trong đó TMS chiếm 50% vốn điều lệ cùng với Nippon Express. Liên doanh hoạt động trong lĩnh vực giao nhận hàng hóa, khai thác kho bãi ở các khu vực Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng, Đồng Nai, TP. Hồ Chí Minh.

Biểu 12: Lợi nhuận từ Nippon Express

Nguồn: BCTC TMS

Trong các năm qua, lợi nhuận từ liên doanh Nippon Express Vietnam luôn ổn định, dao động khoảng 30 tỷ đồng. Đồng thời, liên doanh cũng liên tục mở rộng hệ thống kho bãi tại Amata Đồng Nai và Tiên Sơn, Bắc Ninh. Trong năm 2016, Nippon Express Engineering đã hoàn thành xây dựng dự án “Kho bãi Nippon Express Đình Vũ” tại Khu công nghiệp Đình Vũ, phường Đông Hải 2, quận Hải An, thuộc Khu kinh tế Đình Vũ - Cát Hải, thành phố Hải Phòng. Chúng tôi cho rằng dự án này đã được chuyển cho Nippon Express khai thác. Trong nửa đầu năm 2016, lợi nhuận từ liên doanh này đạt 15,7 tỷ đồng, sụt giảm 20% so với cùng kỳ do mới đưa vào khai thác dự án Đình Vũ. Ước tính cuối năm 2016, lợi nhuận từ liên doanh Nippon Express Vietnam sẽ được cải thiện dần và đạt khoảng 30 tỷ đồng, đóng góp khoảng 15% lợi nhuận sau thuế của TMS.

Cảng Hải An hoạt động ổn định, quá trình thoái vốn kéo dài

Transimex bắt đầu đầu tư góp vốn vào Cảng Hải An (HAH) từ năm 2011, chiếm 24% vốn điều lệ, với mức giá vốn bình quân khoảng 15.000 đồng/cp. Hiện tại, mảng khai thác cảng của HAH đã hoạt động hết công suất khoảng 350.000 TEUs/năm và chưa có dự án phát triển cảng mới trong tương lai. Năm 2015, lợi nhuận kinh doanh cốt lõi của HAH đạt 167 tỷ đồng và đóng góp vào lợi nhuận sau thuế của TMS khoảng 41 tỷ đồng, chiếm 26,5% lợi nhuận sau thuế. Trong những năm tiếp theo, lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi của HAH kỳ vọng sẽ giữ mức ổn định được đóng góp từ mảng khai thác cảng và vận tải biển container nội địa.

Đầu năm 2016, TMS đã quyết định thoái vốn khỏi HAH, tuy nhiên việc thoái vốn diễn ra chậm do diễn biến giá thị trường của HAH chưa đạt kỳ vọng của HAH. Theo ước tính, khi TMS thoái toàn bộ phần vốn tại HAH, khoản lợi nhuận đột biến ước đạt khoảng 80 tỷ đồng, với giá thị trường khoảng 40.000 đồng/cp.

Hợp tác kinh doanh vận tải biển nội địa Hải An có biên lãi gộp cao so với ngành

Trong năm 2014, HAH bắt đầu khai thác tuyến vận tải biển container nội địa, trong đó TMS có tỷ lệ góp vốn khoảng 20%. Hiện tại, hợp đồng hợp tác kinh doanh đang khai thác 3 tàu container Haian Park, Haian Song và Haian Time vận tải tuyến TP.HCM – Singapore – Hongkong- Hải Phòng. Tuy nhiên, thông qua việc sở hữu HAH, TMS có tỷ lệ lợi ích từ hoạt động vận tải biển khoảng 30%.

Dù bối cảnh ngành vận tải biển đang khó khăn, liên doanh vận tải vẫn hoạt động khá hiệu quả trong năm đầu tiên đưa tàu vào hoạt động. Trong 6 tháng đầu năm 2016, biên lợi nhuận gộp từ mảng vận tải biển đạt 22,4%, cải thiện so với mức 16,1% trong năm 2015. Hiện tại, các tàu vận

tài trong liên doanh đã hoạt động gần đầy công suất, tuy nhiên, dư nợ sẽ giảm dần trong dài hạn, dẫn đến gia tăng lợi nhuận sau thuế từ liên doanh.

Trong tương lai hợp đồng hợp tác kinh doanh sẽ được chuyển sang pháp nhân công ty TNHH Vận tải Container Hải An (HACT). Trong đó, tỷ lệ sở hữu của TMS sẽ được giữ mức 20% tương đương như trong hợp đồng hợp tác kinh doanh.

Đầu tư chiến lược vào Cholimex – cộng hưởng giá trị

Trong Q2/2016, TMS đã chính thức đầu tư chiến lược 303,28 tỷ đồng vào Cholimex, sở hữu 35% vốn điều lệ của công ty này. Hoạt động kinh doanh chính của Cholimex hiện tại đến từ các mảng kinh doanh xuất nhập khẩu, cho thuê KCN Vĩnh Lộc, và công ty liên kết Cholimex Food. Ước tính lợi nhuận sau thuế hợp nhất năm 2016 của Cholimex đạt khoảng 80 tỷ đồng, do đó, phần lợi nhuận trong năm từ liên doanh ước đạt khoảng 14 tỷ đồng.

Ngoài ra, việc đầu tư chiến lược vào Cholimex tạo ra giá trị cộng hưởng từ hai hướng chính: (1) cung cấp dịch vụ logistics trọn gói cho Cholimex và các công ty thành viên, (2) đầu tư kho bãi hạ tầng trong KCN Vĩnh Lộc mở rộng với quy mô khoảng 10ha phục vụ cho các công ty trong khu công nghiệp. Theo phía doanh nghiệp, dự án sẽ được hoàn thành trong năm 2017 và bắt đầu hoạt động từ năm 2018. Quy mô dự án kho bãi này đủ điều kiện để đăng ký trở thành ICD, tương đương với ICD Transimex và Trung tâm Logistics Khu công nghệ cao.

Khu công nghiệp Vĩnh Lộc bắt đầu hoạt động từ năm 1998 với quy mô 207ha và đến nay đã hoạt động hết công suất. Đồng thời, KCN đang có kế hoạch phát triển thêm dự án KCN Vĩnh Lộc mở rộng với diện tích 56ha. Việc lựa chọn vị trí kho bãi trong KCN Vĩnh Lộc sẽ giúp TMS tiếp cận gần hơn với nguồn hàng từ các nhà máy xí nghiệp. Với kinh nghiệm và trình độ quản lý hàng tồn kho và vận chuyển từ các dự án kho bãi hiện hữu. Chúng tôi tin rằng TMS có khả năng trong việc nhanh chóng lấp đầy dự án Kho bãi tại KCN Vĩnh Lộc mở rộng.

Biểu 13: Vị trí KCN Vĩnh Lộc



Nguồn: MBS tổng hợp

MÔ HÌNH LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ

Các giả định trong mô hình lợi nhuận:

Dự án Trung tâm Logistics Khu công nghệ cao Quận 9 bắt đầu hoạt động từ tháng 5 năm 2016 và dự kiến sẽ hoạt động với công suất bình quân 55% trong năm 2016. Năm 2017, dự án sẽ hoạt động với công suất bình quân 90% và đầy công suất vào năm 2018. Chi phí đầu tư cho dự án Trung tâm Logistics này khoảng 510 tỷ đồng.

Dự án DC Tân Thuận trong đó TMS sẽ góp vốn 35%, dự kiến sẽ hoạt động trong cuối Q3.2017 và hoạt động với công suất bình quân 40%, lợi nhuận sau thuế sẽ âm nhẹ khoảng 500 triệu đồng trong năm đầu tiên. Năm 2018, DC Tân Thuận dự kiến hoạt động với công suất bình quân 80% và đầy công suất từ đầu năm 2019. Chi phí đầu tư cho dự án DC Tân Thuận khoảng 300 tỷ đồng, trong đó TMS sẽ góp khoảng 105 tỷ đồng.

Dự án Trung tâm Logistics tại KCN Vĩnh Lộc dự kiến sẽ được xây dựng với quy mô 10ha, kỳ vọng bắt đầu hoạt động từ đầu năm 2018 với công suất trung bình 60%, đồng thời sẽ hoạt động hết công suất vào cuối năm 2019. Chi phí đầu tư cho dự án Trung tâm Logistics khoảng 510 tỷ đồng.

Tổng hợp các dự án đưa vào sử dụng trong tương lai, chúng tôi dự phóng doanh thu từ mảng kho vận sà lan đạt mức 711 tỷ đồng, tăng trưởng bình quân 25,9% trong giai đoạn 2015 – 2020. Đồng thời, doanh thu hoạt động giao nhận xuất nhập khẩu tăng trưởng 20% trong năm 2017 – 2019 do Transimex tham gia cung ứng dịch vụ cho phía Cholimex. Các hoạt động hợp tác kinh doanh vận tải biển và bất động sản có doanh thu và lợi nhuận khá ổn định trong tương lai.

Biểu 14: Bản đồ tăng trưởng trong giai đoạn 2015 – 2020

ĐVT: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu kho vận sà lan	305	433	587	673	711
TT Logistics Q9	51	135	160	171	180
DC Tân Thuận	-	6	25	32	34
TT Logistics Vĩnh Lộc	-	-	90	143	160
Doanh thu giao nhận	178	213	256	307	359
Doanh thu văn phòng	28	28	28	28	28
Doanh thu hợp tác kinh doanh	84	88	92	97	102
Tổng doanh thu	599	762	963	1105	1200
% Tăng trưởng	23%	27%	26%	15%	9%

Nguồn: MBS ước tính

Ước tính tổng doanh thu thuần của TMS trong năm 2016 đạt 599,3 tỷ đồng, tăng 22,6% so với năm 2015. Biên lợi nhuận gộp cải thiện tốt từ mức 24,87% lên mức 27,59% chủ yếu nhờ vào tái sắp xếp hàng hóa trong khu vực ICD Transimex và tỷ lệ lấp đầy tại DC Bình Dương, DC Đà Nẵng gia tăng. Lợi nhuận sau thuế 2016 ước đạt 178,5 tỷ đồng, tăng 14,9% so với năm 2015.

Tuy nhiên, việc đưa vào khá nhiều các dự án hạ tầng kho bãi trong giai đoạn 2016 – 2018, mức chi CAPEX của TMS dự phóng sẽ khá cao so với các năm trong quá khứ. Tổng mức CAPEX trong năm 2016 ước tính đạt 366,7 tỷ đồng và tăng lên mức 415 tỷ đồng trong năm 2017 chỉ cho các dự án Trung tâm Logistics Khu công nghệ cao và dự án DC Tân Thuận.

Để tài trợ cho các dự án trên, dư nợ dài hạn của TMS dự phóng sẽ gia tăng từ mức 395,3 tỷ đồng, lên mức 729 tỷ đồng trong năm 2016. Mức dư nợ dài hạn ước tính sẽ tiếp tục gia tăng trong năm 2017 – 2018 trong khoảng 850 tỷ đồng. Chi phí sử dụng vốn vay bình quân là 6,0%/năm.

Biểu 15: Dự phóng kết quả kinh doanh

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	599	762	963	1.105	1.200	1.289	1.368	1.458	1.558	1.641	1.730	1.827
Giá vốn hàng bán	434	551	695	783	846	907	962	1.024	1.096	1.155	1.217	1.273
Lợi nhuận gộp	165	211	269	322	354	381	407	433	462	485	513	554
Chi phí bán hàng	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2
Chi phí QLDN	34	43	55	63	69	74	78	83	89	94	99	104
EBIT	131	167	213	257	284	306	327	349	372	390	412	448
Doanh thu tài chính	11	9	10	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Chi phí tài chính	39	53	56	46	27	11	5	3	0	0	0	0
Lãi ròng	178	222	276	330	376	414	443	470	500	524	552	592
EPS	5.711	6.502	8.078	9.687	11.023	12.150	12.990	13.793	14.652	15.356	16.187	17.352

Nguồn: MBS dự phóng

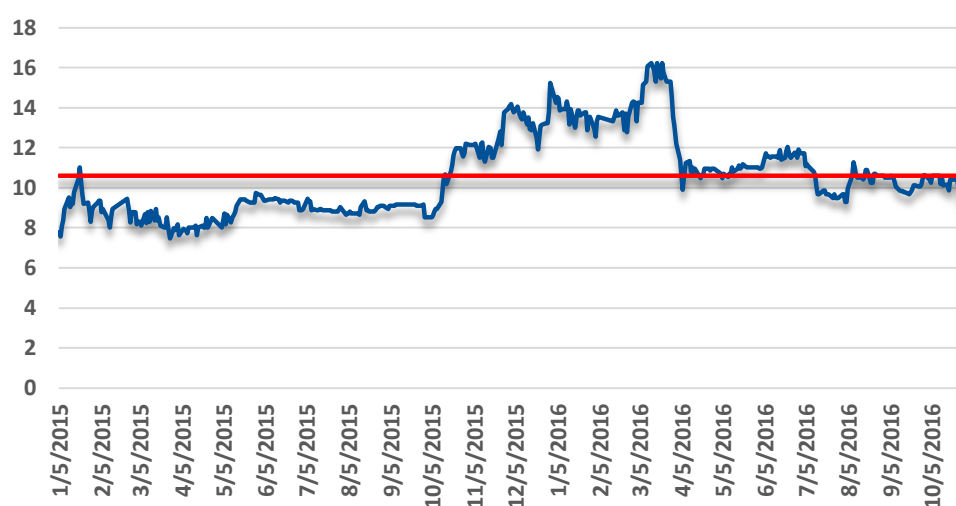
Phương pháp P/E

Biểu 16: P/E trung bình các công ty cùng ngành

Mã CK	Công ty	Vốn hóa	Doanh thu	ROE	P/E
TMS VN Equity	TRANSIMEX-SAIGON CORP	1.653.414	530.272	17,1%	9,8
DVP VN Equity	DINH VU PORT	2.876.000	635.781	33,6%	10,5
VSC VN Equity	VIETNAM CONTAINER SHIPPING	2.824.543	1.017.324	18,7%	11,9
GMD VN Equity	GEMADEPT CORP	4.916.444	3.658.646	7,6%	13,1
STG VN Equity	SOUTH LOGISTICS JSC	1.965.071	939.553	20,2%	23,6
SFI VN Equity	SEA AND AIR FREIGHT	347.850	557.403	16,3%	7,3
VNF VN Equity	VINAFREIGHT INTERNATIONAL	301.563	1.722.254	14,9%	10,0
VNL VN Equity	VINALINK INTERNATIONAL	234.000	727.887	12,9%	10,0
TCO VN Equity	DUYENHAI MULTI MODAL	204.916	160.021	15,0%	6,7
HAH VN Equity	HAI AN TRANSPORT & STEVE	871.687	508.292	30,8%	5,5
VNT VN Equity	VAN CARGOES AND FOREIGN TRADE	271.251	692.471	15,7%	14,8
Mean					11,3
Median					10,3

Nguồn: Bloomberg

Từ những công ty cùng hoạt động trong ngành Logistics, chúng tôi xác định mức P/E trung bình là 11,3 lần. Tương ứng với mức EPS dự phóng 6.500 VND/cổ phiếu. Mức giá hợp lý được xác định theo phương pháp so sánh P/E cho cổ phiếu TMS là 73.500 VND/cổ phiếu.

Biểu 17: Chỉ số P/E của TMS trong quá khứ

Nguồn: Bloomberg

Thống kê lịch sử giao dịch cổ phiếu TMS từ đầu năm 2015 đến nay, bình quân mức P/E trong giai đoạn này đạt mức 10,6 lần.

Phương pháp dòng tiền tự do**Dòng tiền tự do FCFE****Biểu 18: Dòng tiền tự do FCFE**

ĐVT: Tỷ đồng	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
LNTT	103	119	161	216	262	301	327	351	376	395	417	453
Trừ: thuế	(21)	(24)	(32)	(43)	(52)	(60)	(65)	(70)	(75)	(79)	(83)	(91)
Cộng: khấu hao	45	59	93	94	94	94	94	94	94	94	86	69
Trừ: CAPEX	(367)	(415)	(210)	(9)	(10)	(11)	(12)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(+)/- NWC	4	(13)	(15)	(10)	(7)	(7)	(6)	(7)	(7)	(6)	(7)	(7)
Cộng: vay ròng	335	175	(47)	(294)	(342)	(203)	9	(87)	(0)	0	0	(0)
FCF	100	(98)	(50)	(47)	(56)	114	347	269	375	390	399	409
PV FCF lũy kế	97	14	(23)	(54)	(86)	(29)	120	222	345	456	556	644
Chi phí vốn	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Discounted Period	0,2	1,2	2,2	3,2	4,2	5,2	6,2	7,2	8,2	9,2	10,2	11,2

Nguồn: MBS ước tính

Biểu 19: Định giá DCF

Multi-stage DCF Valuation	ĐVT: Tỷ đồng
Forecast length in years	11,2
Cumulative PV of FCF	644
PV of Terminal value	719
Terminal value % of total PV of FCF	52,7%
Total Cumulative PV of FCF + PV of Terminal value	1.363
add: cash & ST investments	140
add: short and long-term debt	-
Equity less fair value of minority interest	1.503
Investment in sub and affiliates (book value)	775
Total equity value	2.303
Outstanding shares	34.112.608
12 Month Target Price	77.373 VND

Nguồn: MBS ước tính

Bằng phương pháp định giá FCFE, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu trong 12 tháng của cổ phiếu TMS là 77.400 VND.

Tổng hợp định giá**Biểu 20: Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá cổ phiếu
PE	50%	73.500 VND
FCFF	50%	77.400 VND
Bình quân		75.400 VND

Nguồn: MBS ước tính

Kết hợp sử dụng hai phương pháp định giá so sánh P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFE, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu cho cổ phiếu TMS cho mục tiêu đầu tư 12 tháng là 75.400 VND. Với mức EPS forward 2017 đạt 6.500 VND, mức giá mục tiêu này tương ứng với mức P/E là 11,6 lần.

Dự phóng bảng kết quả kinh doanh và cân đối kế toán

	2015	2016E	2017E	2018E
Doanh thu thuần	489	599	762	963
Giá vốn hàng bán	367	434	551	695
Lợi nhuận gộp	122	165	211	269
Chi phí bán hàng	1	1	1	1
Chi phí QLDN	28	34	43	55
EBIT	92	131	167	213
Doanh thu tài chính	11	11	9	10
Chi phí tài chính	18	39	53	56
Lợi nhuận khác	5	5	3	3
Lãi ròng	155	178	222	276
EPS	6.538	5.711	6.502	8.078

	2015	2016E	2017E	2018E
Tài sản ngắn hạn	367	269	319	382
Tiền và tương đương tiền	235	116	147	186
Phải thu khách hàng	42	53	68	86
Trả trước người bán	9	9	12	15
Hàng tồn kho	7	8	10	12
Tài sản ngắn hạn khác	22	22	22	22
Tài sản dài hạn	1.053	1.720	2.076	2.193
Đầu tư dài hạn	402	775	775	775
Tài sản CĐHH	270	637	864	1.286
Xây dựng cơ bản	219	180	314	14
Tổng tài sản	1.420	1.989	2.395	2.575
Tổng nợ phải trả	552	903	1.084	1.046
Nợ ngắn hạn	58	60	72	77
Nợ dài hạn	395	729	892	840
Vốn chủ sở hữu	868	1.086	1.311	1.528
Tổng nguồn vốn	1.420	1.989	2.395	2.575

Nguồn: MBS dự phóng

Liên hệ: Equity Research

Phạm Thiên Quang

Tel: +84 37262600 Ext 6183

Email: quang.phamthien@mbs.com.vn

Lâm Trần Tấn Sĩ

Tel: +84 8 3920 3388 Ext: 189

Email: si.lamtrantan@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.