



CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài (NCT-HSX)

Hưởng lợi từ triển vọng tăng trưởng ngành tốt

- Vị thế lớn tại Nội Bài và sự hỗ trợ đặc lực từ Vietnam Airlines
- Giao thương phía Bắc Việt Nam tăng trưởng nhanh thúc đẩy dịch vụ kho vận hàng không
- KQKD của NCT sẽ tăng trưởng trở lại vào năm 2017 nhờ vào sự tăng trưởng chung của toàn ngành
- Dòng tiền tốt, hoạt động ổn định cho phép NCT duy trì cổ tức tiền mặt cao

Quan điểm và Định giá:

CTCP Dịch vụ hàng hóa Nội Bài (NCT-HSX) là một trong 3 đơn vị cung cấp dịch vụ hàng hóa hàng không tại sân bay Nội Bài. Ưu thế là đơn vị thành viên của VietNam Airlines và uy tín dịch vụ giúp NCT thiết lập mạng lưới khách hàng đa dạng với thị phần hàng hóa tại Nội Bài trên 60%. Dòng vốn FDI rót mạnh vào các tỉnh phía Bắc Việt Nam (các dự án lớn như Samsung Electronics, LG, Canon và Nokia) sẽ là động lực tăng trưởng chủ đạo cho nguồn hàng với tốc độ 12-15%/năm kéo dài đến 2020. Sự tham gia của ALS từ năm 2015, trong ngắn hạn, sẽ ảnh hưởng thị phần hàng hóa của NCT và kim hãm đà tăng trưởng lợi nhuận của Công ty.

Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi dự báo nhu cầu hàng hóa qua Nội Bài sẽ tăng trưởng nhanh đủ để cả ba doanh nghiệp cùng phát triển bền vững. NCT hiện hoạt động ~ 80% công suất thiết kế và có thể đẩy công suất khai thác cao hơn nếu tối ưu hóa quy trình khai thác và giải phóng hàng. Năm 2017, NCT dự kiến có thêm khách hàng ANA (Japan) khi hãng bay này trở thành cổ đông chiến lược của Vietnam Airlines. Dựa trên triển vọng tăng trưởng ngành tốt, giá cổ phiếu đã chiết khấu nhiều việc thị phần bị san sẻ, sự hạn chế cổ phiếu niêm yết cùng ngành và tỉ lệ chi trả cổ tức cao ~10.000 đồng/cp, chúng tôi khuyến nghị **"Tích lũy"** đối với cổ phiếu NCT trong **"Dài hạn"** với giá mục tiêu **140.000 đồng/cp** (tỉ lệ tăng giá ~ 27%).

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2014	FY2015	FY2016F	FY2017F
Doanh thu thuần	678	799	725	841
% tăng trưởng	18%	18%	-9%	16%
LNST của Cty mẹ	274	313	275	315
% tăng trưởng	11%	14%	-12%	14%
Tỷ suất LNST (%)	40	39	38	37
ROA (%)	62	59	53	59
ROE (%)	74	70	63	70
EPS (VND)	10.649	11.639	10.208	11.662
EPS đ/chính (VND)	10.142	11.337	10.208	11.662
Giá trị sổ sách (VND)	18.328	16.707	16.631	17.654
Cổ tức tiền mặt (VND)		11.000	10.600	
P/E (x)		12,5	10,7	9,4
P/BV (x)		8,7	6,6	6,2

Nguồn: NCT, RongViet Research, *Đã điều chỉnh việc trích chi phí phúc lợi-khen thưởng (3%/LNST) và tính trên SLCPH tại 19/07/2016.

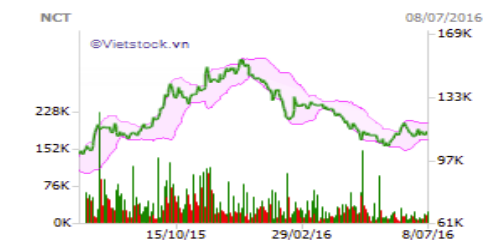
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	110.000
Giá mục tiêu (VND)	140.000

Thời gian đầu tư **Dài Hạn**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Kho vận
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.956
SLCPDLH	26.165.732
Beta	0,8
Free Float (%)	34
Giá cao nhất 52 tuần	147.500
Giá thấp nhất 52 tuần	93.800
KLGD bình quân 20 phiên	24.000



Nguồn: Vietstock

Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
NCT	-5,8	19,3	
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 (%)

Vietnam Airlines	55,0
CTCP DVHK sân bay Nội Bài	7,0
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	34,5

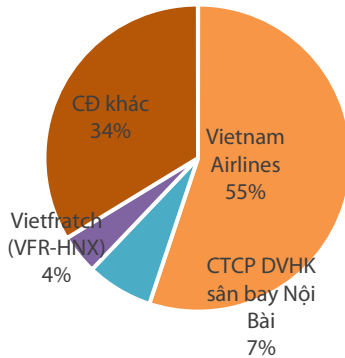
Nguyễn Hải Hoàng

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1319
hoang.nh@vdsc.com.vn

Vị thế lớn tại Nội Bài với sự hiện diện lâu năm và những hỗ trợ từ Vietnam Airlines

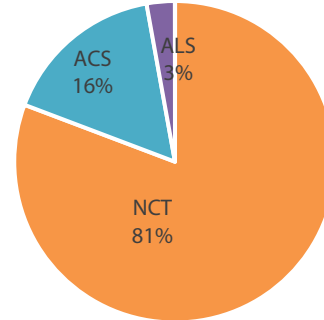
CTCP Dịch vụ hàng hóa Nội Bài (NCT-HSX) chuyên cung cấp các dịch vụ kho vận hàng hóa hàng không (xử lý, phục vụ, lưu kho) tại Cảng hàng không Nội Bài. Uy tín dịch vụ xây dựng trên 10 năm hoạt động và lợi thế là công ty con của Việt Nam Airlines giúp NCT cung cấp độc quyền dịch vụ hàng hóa trên các chuyến nội địa cho Công ty mẹ. Đồng thời Công ty cũng thu hút được ~30 hãng vận tải hàng không quốc tế khai thác tại Nội Bài sử dụng dịch vụ của mình. NCT cùng với ACS (CTCP Dịch vụ Hàng hóa Hàng không) và ALS (CTCP Logistics Hàng không) là 03 đơn vị khai thác dịch vụ này tại Nội Bài với thị phần lần lượt là 81%, 16% và 3% cuối năm 2015.

Đồ thị 01: Cơ cấu cổ đông NCT



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Đồ thị 02: Thị phần dịch vụ hàng hóa tại Nội Bài (cuối năm 2015)



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Theo Tổ chức Hàng không Quốc tế (IATA), Việt Nam thuộc nhóm các thị trường hàng không năng động nhất thế giới với tốc độ tăng trưởng về hành khách và hàng hóa trong 5 năm tới ~6,6%. Hiện tại, Việt Nam có tổng cộng 22 cảng hàng không dân dụng với Nội Bài (NBA) và Tân Sơn Nhất đóng vai trò chủ lực, tiếp nhận và thông quan trên 90% lượng hành khách và hàng hóa hàng không cả nước. Về cơ cấu, hàng hóa vận chuyển đường không qua Nội Bài chủ yếu là hàng xuất nhập khẩu (chiếm trên 70% tổng lượng hàng) với các mặt hàng điện thoại – linh kiện điện tử (chiếm 40%), dệt may (30-35%) và hàng kí gửi khác. Cơ cấu dân số trẻ (hơn 2/3 trong độ tuổi lao động) và chi phí sản xuất kinh doanh cạnh tranh là yếu tố quyết định giúp Việt Nam là điểm đến ưu tiên trong làn sóng dịch chuyển các cơ sở sản xuất của các tập đoàn đa quốc gia từ Trung Quốc do chi phí tăng cao. Lượng hàng hóa vận chuyển đường không qua Nội Bài tăng trưởng khá tốt, bình quân 18% trong giai đoạn 2011-2015 và dự báo sẽ còn giữ được tốc độ này trong các năm tới khi dòng vốn FDI tiếp tục giải ngân mạnh vào lĩnh vực sản xuất hàng điện tử và dệt may ở phía Bắc.

Với ưu thế và kinh nghiệm của mình, NCT đã tận dụng tốt sự gia tăng về nhu cầu nói trên, thể hiện qua tốc độ tăng trưởng kép về doanh thu và lợi nhuận lần lượt 23% và 19% từ 2011 đến nay. Trong ngắn hạn, sự tham gia của ALS (từ Q2/2015) sẽ làm gia tăng nguồn cung các dịch vụ logistics tại Nội Bài và sẽ tác động đến thị phần đang nắm giữ của NCT khi mà sự tăng trưởng về nhu cầu cần thời gian để bắt kịp. Để duy trì tốc độ tăng trưởng, NCT sẽ tối ưu hóa công suất làm hàng tại Nội Bài bằng cách đẩy nhanh tốc độ xử lý và giải phóng hàng hóa thông qua đầu tư thêm các trang thiết bị và thuê mặt bằng hỗ trợ. Dài hơi hơn, NCT đang xin chủ trương xây dựng ga hàng hóa tại sân bay Cát Bi (Hải Phòng). Nếu triển khai thành công, đây sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho NCT khi mà doanh nghiệp sẽ đi tiên phong nắm bắt thị phần hàng hóa xuất nhập khẩu cho các doanh nghiệp tại các KCN tại Hải Phòng (tạ nguồn) và tránh được sự cạnh tranh ngày càng cao tại Nội Bài.

Bảng 01: Năng lực khai thác

	NCT	ACS	ALS
Cổ đông chi phối	Vietnam Airlines	TCT Cảng hàng không (ACV)	Vietnam Airlines NCT
Năng lực kho bãi	Tổng cộng 24.600 m2 kho (tại ga hàng hóa Nội Bài và nhiều địa điểm khác)	10.800 m2 kho (tại ga hàng hóa Nội Bài)	15.000m2 (tại ga ALS Nội Bài) và hơn 70.000m2 kho bãi nối dài tại Thái Nguyên và Bắc Ninh
Công suất thiết kế	Giai đoạn 1 + Giai đoạn 2: 500.000 tấn	75.000 tấn hàng	200.000 tấn hàng
Thị phần cuối năm 2015	81%	16%	3%
Hiệu suất	80%	100%	5%
Năng lực cạnh tranh	Thị phần lớn, uy tín lâu năm		Năng lực khai thác lớn, trải dài, thiết bị hiện đại
Hạn chế	Địa điểm kho bãi rải rác, chi phí hoạt động cao, đầy công suất	Đầy công suất	
Kế hoạch mở rộng	Xây ga hàng hóa tại Cát Bi hoặc thuê mặt bằng thêm tại Nội Bài		

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Triển vọng giao thương khu vực phía Bắc Việt Nam tiếp tục tăng trưởng nhanh sẽ thúc đẩy nhu cầu dịch vụ kho vận tăng cao, trong đó có dịch vụ hàng hóa hàng không

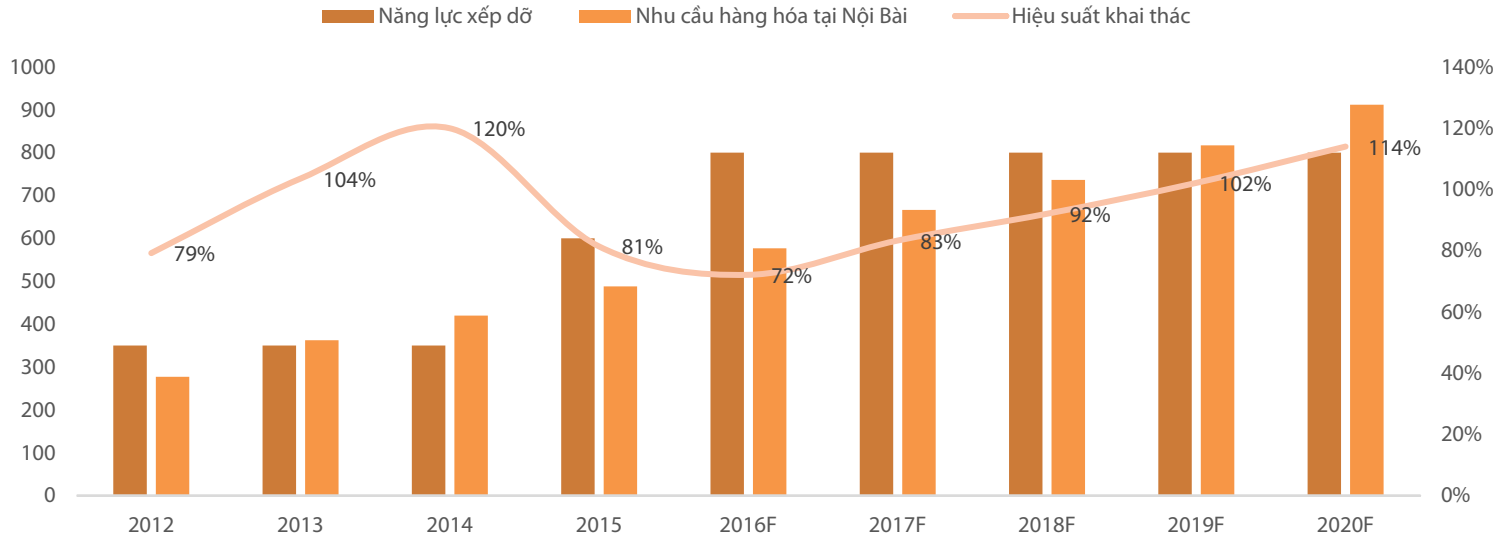
Sự gia tăng dòng vốn FDI vào khu vực phía Bắc sẽ kéo theo sự tăng trưởng mạnh về hoạt động giao thương và các dịch vụ hỗ trợ kho vận ở khu vực này. Số liệu thống kê của Cục đầu tư nước ngoài (FIA) các năm qua cho thấy dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam đang có sự dịch chuyển đáng kể ra các tỉnh phía Bắc (Bắc Ninh, Hải Phòng, Thái Nguyên, Hải Dương) nhằm hưởng các ưu đãi về chi phí thuê đất, thuế TNDN và chi phí nhân công còn tương đối thấp. Hơn thế nữa, vị trí địa lý thuận lợi - nằm trên tuyến vận tải Đông Bắc Á (biển và đường không) cùng với sự cải thiện nhanh chóng về cơ sở hạ tầng (cảng biển, cảng hàng không, cao tốc Hà Nội-Hải Phòng-Quảng Ninh, đường liên kết vùng) là những điểm hấp dẫn đối với nhà đầu tư nước ngoài. Số liệu FIA cho thấy tổng vốn đầu tư FDI vào khu vực này bắt đầu tăng dần tỉ trọng trong tổng vốn đầu tư FDI vào Việt Nam từ 30% trước năm 2012 lên trên 50% từ năm 2014.

Trong đó, các dự án đầu tư sản xuất hàng điện tử - điện thoại đang là đóng góp chính cho sự thay đổi lớn này. Hiện tại, Samsung đang là nhà đầu tư chủ lực vào khu vực miền Bắc với tổng vốn đầu tư lũy kế từ năm 2008 đến nay gần 13 tỷ USD với hàng loạt các dự án Samsung Electronics Vietnam (SEV) tại Bắc Ninh năm 2010, Samsung Electronics Thái Nguyên (SEVT) năm 2014, Samsung Display Bắc Ninh (năm 2015) và sắp tới là Samsung R&D. Bên cạnh đó, các tên tuổi sản xuất hàng điện tử khác như Nokia, Cannon và dự án tỉ đô LG Display (dự kiến đi vào sản xuất năm 2017) tại Hải Phòng cũng tham gia đầu tư nhà máy sản xuất ở phía Bắc. Hiện tại, kim ngạch xuất khẩu điện thoại của Việt Nam (chiếm 30% tổng kim ngạch xuất khẩu) chủ yếu đến từ Samsung với tốc độ tăng trưởng nhanh 30-40% trong 5 năm vừa qua và dự báo sẽ tiếp tục tăng 15-20%/năm khi các “đại gia” này gia tăng năng lực sản xuất tại Việt Nam. Với đặc điểm hàng điện tử có giá trị cao và đòi hỏi tính kịp thời đến thị trường, cảng Nội Bài với vị thế lớn ở miền Bắc sẽ là cửa ngõ thông quan chủ lực cho hàng hóa XNK của các công ty đa quốc gia. Đây sẽ là điều kiện quan trọng hỗ trợ sự tăng trưởng trong trung và dài hạn của dịch vụ logistics hàng không tại đây.

Bức tranh thị phần dịch vụ hàng hóa tại Nội Bài sẽ có sự dịch chuyển lớn với sự xuất hiện của đối thủ mới

Nhu cầu hàng hóa tăng trưởng mạnh nhưng dư địa năng lực bốc xếp dự báo sẽ đủ để đáp ứng

Đồ thị 03: Cung – cầu dịch vụ bốc xếp hàng hóa tại Nội Bài (nghìn tấn)



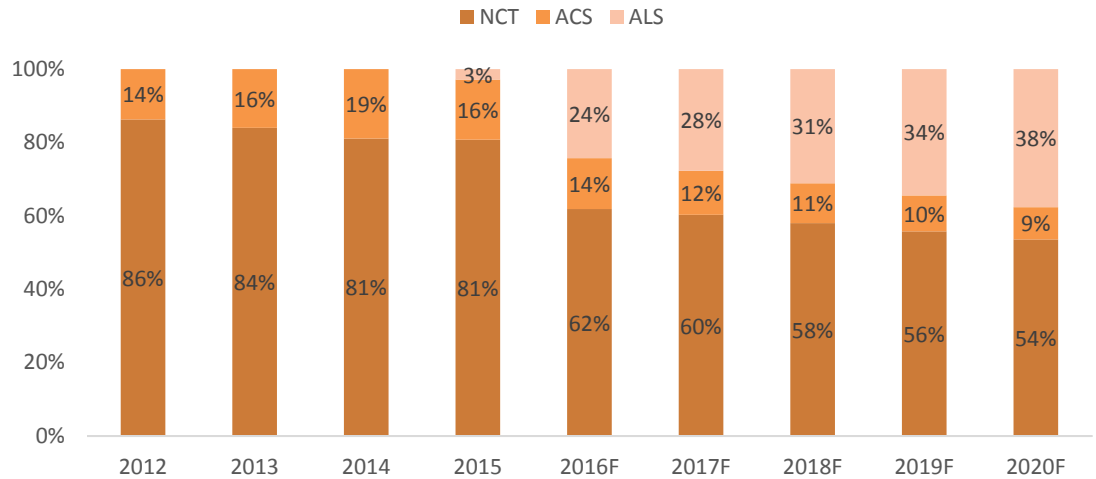
Nguồn: RongViet Reseach tổng hợp

Tân Sơn Nhất và Nội Bài là hai cảng hàng không có sản lượng hàng hóa thông qua lớn nhất nước. Theo số liệu thu thập của RongViet Research, tổng lượng hàng vận chuyển đường không ở Việt Nam năm 2015 đạt gần 980.000 tấn, trong đó hàng hóa qua Nội Bài đạt khoảng 490.000 tấn tương ứng với 50% thị phần hàng hóa cả nước. Với triển vọng hàng hóa hàng không tăng trưởng 12-15%/năm đến năm 2020, chúng tôi dự báo lượng hàng hóa qua khu vực Nội Bài sẽ tăng lên 576.000 tấn trong năm 2016 và đạt 910.000 tấn vào năm 2020. Về năng lực cung cấp, sự tham gia của ALS từ năm 2015 (công suất xử lý 200.000 tấn/năm) nâng tổng năng lực xử lý tại Nội Bài lên 800.000 tấn/năm (tăng 33% so với năm 2015). Hiệu suất khai thác (tính theo tổng sản lượng xử lý / tổng năng lực cung cấp theo thiết kế) theo đó sẽ giảm xuống 72% vào năm 2016 và sẽ tăng dần lên 92% tại năm 2018 và đối mặt với tình trạng cầu vượt cung từ 2019 trở đi khi mà quỹ đất tại Nội Bài ít dần hạn chế khả năng mở rộng của các đơn vị.

Bức tranh thị phần các dịch vụ hàng hóa tại Nội Bài theo đó cũng sẽ chứng kiến sự phân hóa các năm tới đây. Mặc dù thị trường hàng hóa dự báo vẫn tăng trưởng tốt, sự xuất hiện của nhân tố mới ALS sẽ khiến cục diện thị phần mà NCT nắm giữ tại Nội Bài từ 2016 trở đi có nhiều sự thay đổi. Cụ thể, thị phần chung của NCT tại Nội Bài dự báo sẽ giảm dần từ 81% cuối năm 2015 xuống còn 60% trong 3 năm kế tiếp và đạt 54% vào cuối năm 2020.

Về mặt sản lượng xử lý, NCT xử lý gần 395.000 tấn cuối năm 2015- đạt 80% công suất thiết kế. Đối với các dịch vụ bốc xếp và xử lý hàng hóa, chúng tôi cho rằng thời gian xử lý hàng hóa tại nhà ga mới là mấu chốt quyết định công suất thực tế của một doanh nghiệp. Nói cách khác, nếu doanh nghiệp được đầu tư đầy đủ các trang thiết bị và hạ tầng hỗ trợ để gia tăng tốc độ luân chuyển và xử lý hàng hóa thì công suất thực tế làm hàng sẽ là rất lớn (lớn hơn nhiều so với công suất định nghĩa theo thiết kế). Vì vậy, dự địa về năng lực tiếp nhận hàng hóa của NCT trong 2-3 năm tới xét trên tốc độ tăng trưởng chung của ngành là vẫn đủ đáp ứng. Do đó, sự tham gia của ALS trong bối cảnh này không hẳn chỉ mang yếu tố tiêu cực mà nhìn ở bức tranh lớn sẽ bổ sung năng lực xử lý hàng hóa cần thiết, kéo hiệu suất khai thác chung tại Nội Bài về ngưỡng phù hợp. Điều này giúp các nhà cung cấp dịch vụ hàng hóa đảm bảo được chất lượng, qua đó nâng cao tính cạnh tranh của Việt Nam trong mắt các doanh nghiệp FDI.

Đồ thị 04: Thị phần dịch vụ hàng hóa chung tại Nội Bài



Nguồn: RongViet Reseach dự phóng

KQKD của NCT dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt với hàng hóa hàng không tiếp tục tăng ổn định

Năm 2015, tổng sản lượng hàng hóa xử lý bởi NCT đạt 394.000 tấn (+16% yoy) với cơ cấu hàng quốc tế chiếm 2/3 lượng hàng. Việc sản lượng hàng hóa XNK tăng cao ~ 16% so với 2014 trong khi cước phí phục vụ hàng XNK cao hơn hàng nội địa là động lực tăng trưởng chủ đạo về KQKD năm 2015 cho NCT. Sang năm 2016, thị phần hàng hóa của NCT tại Nội Bài sẽ bị san sẻ khi ALS đi vào hoạt động ổn định từ tháng 05/2015. NCT thực tế đã san sẻ cho ALS các khách hàng như Turkish Airlines (05/2015), Cathay Pacific và Korean Air (10/2015) với tổng sản lượng hàng hóa vận chuyển qua Nội Bài ~100.000 tấn/năm. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng hàng hóa mà NCT xử lý trong năm 2016 sẽ giảm ~9,5% yoy đạt 356.000 tấn. Trong đó, sản lượng hàng XNK ước giảm xuống còn 252.000 tấn (giảm 16% so với năm 2015) hay tương ứng với thị phần hàng XNK tại Nội Bài ~ 57% (năm 2015: 82%).

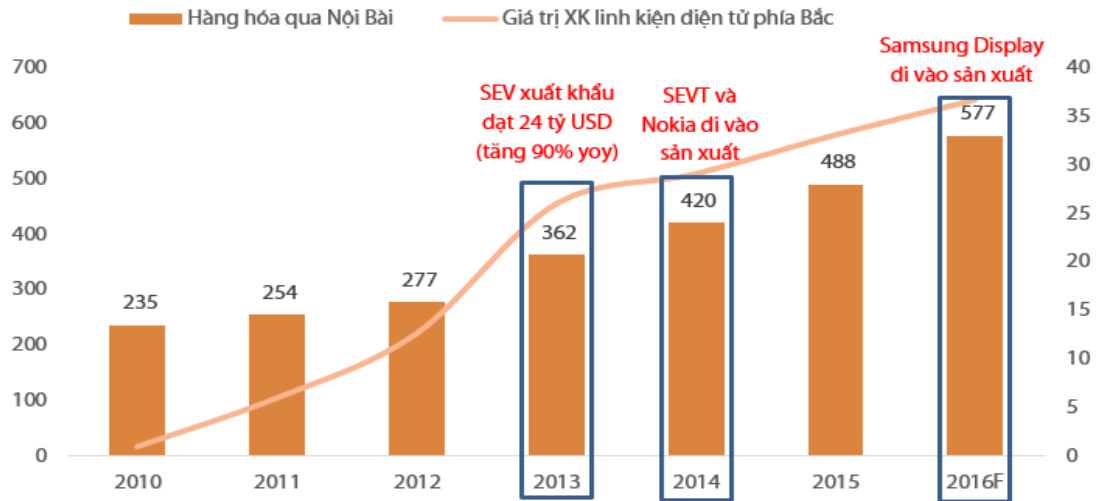
Bảng 02: Thị phần dịch vụ hàng hóa XNK tại Nội Bài

Doanh nghiệp	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
NCT	85%	85%	83%	82%	57%	57%	57%	57%	57%
ACS	14%	14%	17%	14%	7%	6%	5%	5%	4%
ALS	2%	0%	0%	3%	36%	37%	37%	38%	38%
Tổng	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Nguồn: RongViet Reseach dự phóng

Trong dài hạn, chúng tôi đánh giá sự tham gia của ALS là phù hợp với định hướng kinh tế thị trường tạo ra sự cạnh tranh lành mạnh. Việc có ít nhất 3 đối tượng cung cấp dịch vụ tại Nội Bài (NCT, ACS và ALS) nếu nhìn một cách tích cực sẽ tạo ra động lực cho các đơn vị làm dịch vụ cải thiện quy trình, nâng cao chất lượng dịch vụ đối với khách hàng, qua đó nâng cao sức cạnh tranh toàn ngành thay vì cạnh tranh về giá dịch vụ. Do đó, chúng tôi lạc quan cho rằng việc thị phần bị san sẻ bớt chỉ mang tác động ngắn hạn lên KQKD của NCT và yếu tố quan trọng nhất cần quan tâm đó là sự tăng trưởng cơ học chung của nguồn hàng hóa hàng không vận chuyển qua cảng Nội Bài. Với triển vọng tăng trưởng khả quan của nguồn hàng XNK trong trung và dài hạn đến từ các dự án hiện tại và sắp đi vào sản xuất (hình dưới), sản lượng hàng hóa của NCT kỳ vọng sẽ phục hồi trong năm 2017 (giả định NCT không mất thêm hãng vận chuyển nào) tăng 12.5% so với 2016 đạt 400.000 tấn và hàng hóa XNK đạt 295.000 tấn (tăng 17% yoy). Bên cạnh đó, NCT nhiều khả năng sẽ có thêm được khách hàng triển vọng All Nippon Airways (ANA) sau khi hàng bay này trở thành cổ đông chiến lược của Công ty mẹ Vietnam Airlines.

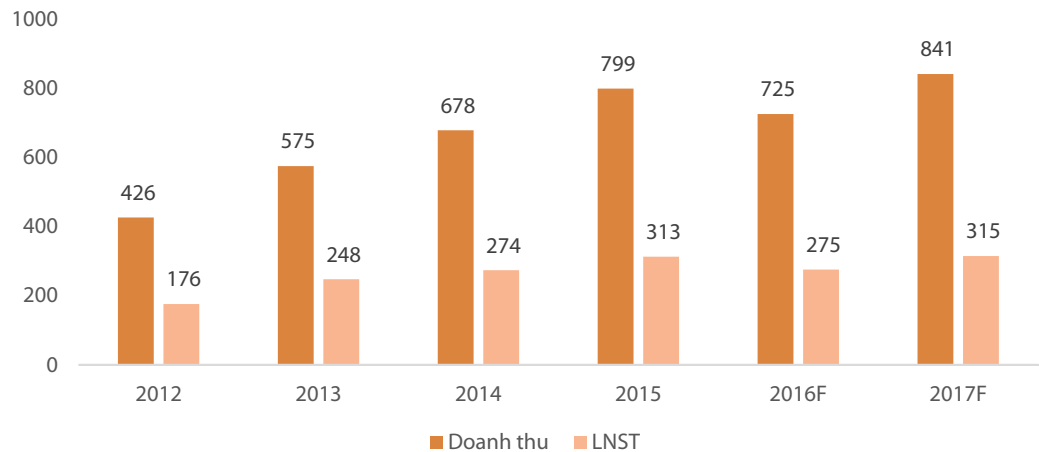
Đồ thị 05: Hàng hóa qua sân bay Nội Bài (nghìn tấn) và kim ngạch XK hàng điện tử (tỷ USD)



Nguồn: RongViet Reseach dự phóng

Với các phân tích trên, chúng tôi kỳ vọng NCT sẽ đạt 725 tỷ doanh thu (giảm 9,2% yoy) và 275 tỷ LNST (giảm 12% yoy). Sự gia tăng mạnh nhu cầu XNK từ năm 2017 với các dự án mới đi vào hoạt động (Samsung Display và LG Display) sẽ giúp tổng cầu hàng hóa tăng và tác động tích cực lên KQKD của NCT. Theo đó, Doanh thu và LNST năm 2017 ước đạt 840 tỷ đồng (+16% yoy) và 315 tỷ đồng (+14% yoy).

Đồ thị 06: KQKD dự phóng của NCT (tỷ đồng)



Nguồn: RongViet Reseach dự phóng

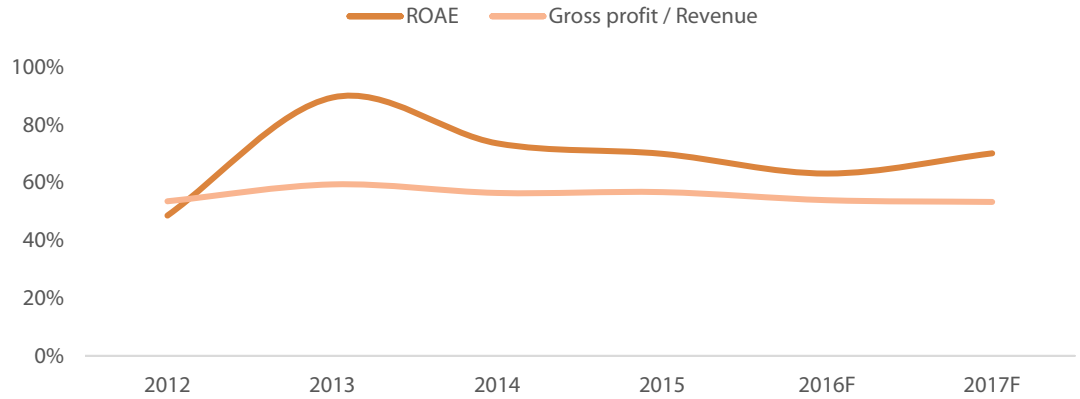
Nền tảng tài chính tốt, hoạt động ổn định cho phép NCT duy trì chính sách cổ tức tiền mặt cao

Với vị thế lớn tại Nội Bài và hoạt động chủ yếu cung cấp các dịch vụ hàng hóa giúp NCT có hiệu quả sinh lời trên vốn khá cao. Về rào cản ngành, các công ty logistics nước ngoài hiện tại có thể tham gia cung cấp các dịch vụ hàng hóa hàng không tại Việt Nam theo cam kết WTO từ 01/2014. Tuy nhiên, các hạn chế về khả năng thuê lại mặt bằng khai thác tại cảng Nội Bài (đang khai thác bởi các công ty nội địa) hay các quỹ đất có vị trí thuận lợi làm kho bãi khiến sự cạnh tranh đến từ các doanh nghiệp ngoại đánh giá không đáng quan ngại. Hiện tại, chi phí thuê mặt bằng và biến phí (nhân công, xăng dầu, điện năng) chiếm tỉ trọng hơn 80% giá vốn. Giá nhiên liệu duy trì vùng thấp sẽ giúp tiết giảm chi phí kinh doanh trong ngắn hạn. Tuy nhiên, việc hầu hết mặt bằng khai thác là đi thuê ngoài, xu hướng lương nhân công tăng và thị phần hàng XNK bị thu hẹp (vốn có giá cước dịch vụ cao hơn từ 2,5-3 lần hàng nội địa)



từ năm 2015 sẽ khiến giá vốn tăng nhanh hơn doanh thu trong các năm tới. Chúng tôi dự báo biên LNG của NCT sẽ điều chỉnh dần về mức 53% vào năm 2016 (năm 2015: 56,7%) và đi ngang sang năm 2017 sau đó giảm về 50% vào năm 2020. Nếu so sánh với các lĩnh vực kinh doanh khác, khả năng sinh lời trong dài hạn của Công ty vẫn được đánh giá khá khả quan và thực tế đạt mức rất cao trong các dịch vụ kho-vận (LNG của điều hành cảng biển trung bình ~35-40%). ROE của Công ty sẽ bắt đầu hồi phục trở lại từ năm 2017 từ mức 63,1% trong năm 2016 khi các dự án Samsung và LG display đi vào sản xuất đầy nhu cầu XNK hàng hóa tăng mạnh.

Đồ thị 07: ROE và GPM của NCT



Nguồn: RongViet Reseach dự phóng

Bên cạnh đó, đặc thù khách hàng là các hãng bay nước ngoài đóng góp hơn 2/3 doanh thu và nhu cầu hàng hóa tăng trưởng ổn định giúp dòng tiền kinh doanh của NCT hàng năm rất cao bình quân ~300 tỷ đồng. Với nhu cầu đầu tư thuận hàng năm chủ yếu là trang thiết bị thay thế (~50 tỷ đồng năm), NCT do đó sở hữu cơ cấu tài chính khá lành mạnh không sử dụng nợ vay. Về dài hạn, nếu chủ trương được thông qua, NCT có thể triển khai xây dựng kho hàng hóa ở Cảng hàng không Cát Bi (Hải Phòng). Tuy nhiên, xét trên khía cạnh cung-cầu, việc đầu tư nhà ga hàng hóa ở Cát Bi mang tính dài hạn hơn do năng lực xếp dỡ và xử lý hàng hóa ở Nội Bài vẫn đủ để đáp ứng nhu cầu tăng trưởng hàng hóa dự kiến đến năm 2020. Vì vậy, chúng tôi cho rằng NCT vẫn sẽ giữ mức chi trả cổ tức chi trả hàng năm cao ~10.000 đồng/cp trong các năm tới dựa trên các phân tích trên.

Quan điểm đầu tư

CTCP Dịch vụ hàng hóa Nội Bài (NCT-HSX) là một trong 3 đơn vị cung cấp dịch vụ hàng hóa hàng không tại sân bay Nội Bài. Ưu thế là đơn vị thành viên của VietNam Airlines và uy tín dịch vụ giúp NCT thiết lập mạng lưới khách hàng đa dạng với thị phần hàng hóa tại Nội Bài trên 60%. Dòng vốn FDI rót mạnh vào các tỉnh phía Bắc Việt Nam (các dự án lớn như Samsung Electronics, LG, Canon và Nokia) sẽ là động lực tăng trưởng chủ đạo cho nguồn hàng với tốc độ 12-15%/năm kéo dài đến 2020. Sự tham gia của ALS từ năm 2015, trong ngắn hạn, sẽ ảnh hưởng thị phần hàng hóa của NCT và kìm hãm đà tăng trưởng lợi nhuận của Công ty.

Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi dự báo nhu cầu hàng hóa qua Nội Bài sẽ tăng trưởng nhanh đủ để cả ba doanh nghiệp cùng phát triển bền vững. NCT hiện hoạt động ~ 80% công suất thiết kế và có thể đẩy công suất khai thác cao hơn nếu tối ưu hóa quy trình khai thác và giải phóng hàng. Năm 2017, NCT dự kiến có thêm khách hàng ANA (Japan) khi hãng bay này trở thành cổ đồng chiến lược của Vietnam Airlines. Dựa trên triển vọng tăng trưởng ngành tốt, giá cổ phiếu đã chiết khấu nhiều việc thị phần bị san sẻ, sự hạn chế cổ phiếu niêm yết cùng ngành và tỉ lệ chi trả cổ tức cao ~10.000 đồng/cp, chúng tôi khuyến nghị **“Tích lũy”** đối với cổ phiếu NCT trong **“Dài hạn”** với giá mục tiêu **140.000 đồng/cp** (tỉ lệ tăng giá ~ 27%).

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu thuần	678	799	725	841
Giá vốn	-296	-346	-334	-393
Lãi gộp	383	453	391	448
Chi phí bán hàng	-5	-6	-6	-7
Chi phí quản lý	-53	-63	-57	-66
Thu nhập từ HĐTC	17	14	15	17
Chi phí tài chính	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	3	1	2
Lợi nhuận trước thuế	342	401	344	393
Thuế TNDN	-68	-88	-69	-79
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	274	313	275	315
EBIT	342	401	344	393
EBITDA	357	423	371	425

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2014	2015	2016F	2017F
Tăng trưởng				
Doanh thu	18%	18%	-9%	16%
Lợi nhuận HKKD	14%	18%	-14%	14%
EBITDA	11%	19%	-12%	15%
EBIT	10%	17%	-14%	14%
Lợi nhuận sau thuế	11%	14%	-12%	14%
Tổng tài sản	55%	-3%	-1%	8%
Vốn chủ sở hữu	59%	-4%	0%	6%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	74%	6%	0%	6%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	56%	57%	54%	53%
LN HKKD / Doanh thu	48%	48%	45%	45%
EBITDA/ Doanh thu	53%	53%	51%	51%
EBIT/ Doanh thu	50%	50%	47%	47%
LNST/ Doanh thu	40%	39%	38%	37%
ROA	62%	59%	53%	59%
ROIC or RONA	92%	89%	79%	87%
ROE	74%	70%	63%	70%
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	879%	1205%	1308%	1342%
Vòng quay hàng tồn kho	-5255%	-5546%	-6370%	-6884%
Vòng quay khoản phải trả	-443%	-442%	-430%	-482%
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	4.8	4.4	4.5	4.2
Nhanh	4.7	4.3	4.4	4.2
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	17.1%	18.7%	17.7%	19.4%
Vay ngắn hạn/ Vốn CSH	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2014	2015	2016F	2017F
Tiền	138	21	7	59
Đầu tư tài chính ngắn hạn	141	272	266	239
Các khoản phải thu	80	53	58	67
Tồn kho	7	5	5	6
Tài sản ngắn hạn khác	1	0	0	0
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	367	351	337	371
Tài sản cố định hữu hình	66	95	118	137
Tài sản cố định vô hình	2	2	2	1
XDCB dở dang	0	1	0	0
BĐS đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	24	24	24	24
Tài sản dài hạn khác	75	45	32	18
TSCĐ và đầu tư dài hạn	168	168	175	180
TỔNG TÀI SẢN	535	519	512	551
Tiền hàng phải trả và ứng trước	16	19	19	22
Khoản phải trả ngắn hạn khác	61	61	57	66
Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	2	2	2	2
Tổng nợ	78	82	77	89
Vốn chủ sở hữu	457	437	435	462
Vốn đầu tư của CSH	249	262	262	262
Lợi nhuận giữ lại	202	175	173	200
Các quỹ	5	0	0	0
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	457	437	435	462
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	535	519	512	551
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014	2015	2016F	2017F
LNTT	342	401	344	393
Khấu hao	15	23	27	32
<i>Các điều chỉnh</i>	-17	-17	-15	-17
Thay đổi vốn lưu động	-133	-37	-67	-64
Tiền thuần từ HĐKD	207	369	289	345
Thay đổi TSCĐ	-49	-48	-47	-49
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	27	-132	6	27
Lãi cho vay, cổ tức, LN được	16	14	15	17
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-6	-166	-26	-5
Nhận/trả lại vốn góp	0	0	0	0
Vay mới/trả nợ vay	0	0	0	0
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-96	-320	-277	-288
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-96	-320	-277	-288
Tiền thuần trong kỳ	105	-117	-14	52
Tiền đầu năm	33	138	21	7
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0
Tiền cuối kỳ	138	21	7	59

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%
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.**