

CTCP DỊCH VỤ HÀNG HOÁ NỘI BÀI (NCT)

Ngày 7 tháng 1 năm 2015

GIỚI THIỆU CỔ PHIẾU NIÊM YẾT



Ngày niêm yết	8/1/2015		
Giá tham chiếu (đồng/cổ phiếu)	75.000		
Mã niêm yết: NCT VN	Sàn giao dịch:	HSX	
Ngành:	Logistics		
Khối lượng lưu hành (triệu cp)	24,9		
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.869		
Sở hữu nước ngoài (%)	0,0%		
Tỷ lệ free-float	37,5%		
Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (đồng)	
2015 Kế hoạch	12,0%	10.397	
2014 Ước tính	13,3%	19.128	
Trượt 12 tháng gần nhất (tại cuối Q3/2014)	31,5%	24.616	
2013	18,1%	25.822	
2012	21,3%	18.337	
2011	12,0%	10.397	
	2009 – 13 CAGR	2014E (tỷ đồng)	2015E (tỷ đồng)
Doanh thu thuần	32,1%	686	775
Lãi ròng	23,6%	272	259
Chỉ số trượt:	NCT	Nhóm cùng ngành	VNI
P/E	7,3x	13,8x	13,3x
P/B	4,7x	1,7x	1,8x
Nợ vay/VCSH	0%	28%	107%
Biên lãi ròng	40%	8%	9%
ROE*	76%	14%	14%
ROA*	64%	8%	3%

Ghi chú: * do báo cáo tài chính 9T2013 không được công bố, chúng tôi sử dụng số liệu tại ngày 31/12/2013.

Giới thiệu công ty:

NCT được thành lập vào năm 2015 và là công ty con của Vietnam Airlines (sở hữu 55,13%). NCT là công ty hoạt động lâu đời nhất ở Sân bay Quốc tế Nội Bài và có mạng lưới khách hàng rộng lớn.

Công ty cung cấp dịch vụ phục vụ hàng hoá (chiếm 49% doanh thu 9T2014), xử lý hàng hoá (32%), lưu kho (20%) và dịch vụ khác (9%).

Sản lượng hàng thông qua bao gồm: thiết bị điện tử (40%-45%), dệt may (25%-30%)

Kết quả 9T2014: tổng tài sản 461 tỷ đồng; vốn chủ sở hữu 395 tỷ đồng; doanh thu thuần 489 tỷ đồng; lãi ròng 212 tỷ đồng

Tóm tắt giao dịch: CTCP Dịch vụ Hàng hoá Nội Bài (NCT) sẽ niêm yết toàn bộ 24.920.934 cổ phiếu trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) với mức giá tham chiếu là 75.000 đồng/cổ phiếu vào ngày 8 tháng 1 năm 2015. Trong vòng 6 tháng, tỷ lệ khối lượng cổ phiếu tự do chuyển nhượng (free-float) chiếm 37,5%.

Dẫn đầu thi phần: NCT đứng đầu về dịch vụ sân bay ở Việt Nam, với thị phần đạt 82% hàng hoá nội địa và 85% hàng hoá quốc tế tại Sân bay Quốc tế Nội Bài. Công ty có khả năng sinh lời tốt và chi trả cổ tức ở mức cao.

Tiềm năng tăng trưởng khả quan: NCT hiện có tốc độ tăng trưởng tốt nhờ sản lượng hàng hoá từ Samsung, Nokia và các nhà sản xuất thiết bị điện tử khác. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn khi Hiệp định Đối tác Xuyên Thái Bình Dương (TPP) được ký kết. Việc Sân bay Nội Bài mở rộng thêm nhà ga số 2 cũng mang đến cơ hội tăng trưởng nhanh hơn.

Các điểm yếu và nguy cơ của công ty: Hệ thống kho bãi của công ty phân tán và phải đi thuê với mức giá cao, dẫn đến nguy cơ giảm khả năng sinh lời. Thêm vào đó, công ty vấp phải sự cạnh tranh khốc liệt hơn trong tương lai đối với dịch vụ cung cấp cho các khách hàng chính như Samsung, và đối mặt việc tăng chi phí thuê cũng như chi phí nhân công.

Kế hoạch năm 2015: Công ty đặt mục tiêu đạt 775 tỷ đồng tổng doanh thu và 259 tỷ đồng lãi ròng, lần lượt tăng 11% và giảm 0,2% so với năm trước, do áp lực cạnh tranh. Trong hai năm tới, công ty không có kế hoạch cụ thể nào để cạnh tranh với sự mở rộng của các đối thủ.

Mức giá hấp dẫn: Tại mức giá tham chiếu, cổ phiếu NCT đang giao dịch ở mức P/E thấp hơn nhiều so với nhóm tương đương cùng ngành trong khu vực. Dựa trên kế hoạch năm 2015 của công ty và P/E mục tiêu 11,4 lần, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý của NCT tại mức 119.000 đồng/cổ phiếu, cao hơn 59% so với giá tham chiếu. Ngoài ra, tỷ suất cổ tức năm 2015 đạt 14,7% (bao gồm cổ tức bằng tiền mặt năm 2014 chưa chi trả là 20% trên mệnh giá).

Không có cổ đông nước ngoài: Hiện tại, tất cả cổ phần của NCT đang được các nhà đầu tư trong nước nắm giữ, có nghĩa là vẫn còn room sở hữu cho nhà đầu tư nước ngoài.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

Nội dung

TỔNG QUAN CÔNG TY.....3

PHÂN TÍCH SWOT5

KẾ HOẠCH KINH DOANH.....9

ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH THỊ TRƯỜNG9

BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT10

TỔNG QUAN CÔNG TY

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài (NCT) được thành lập vào năm 2005 và là đơn vị thành viên của Tổng Công ty Hàng không Việt Nam (Vietnam Airlines). NCT cung cấp các dịch vụ hàng hóa đa dạng trong Sân bay Quốc tế Nội Bài, Hà Nội:

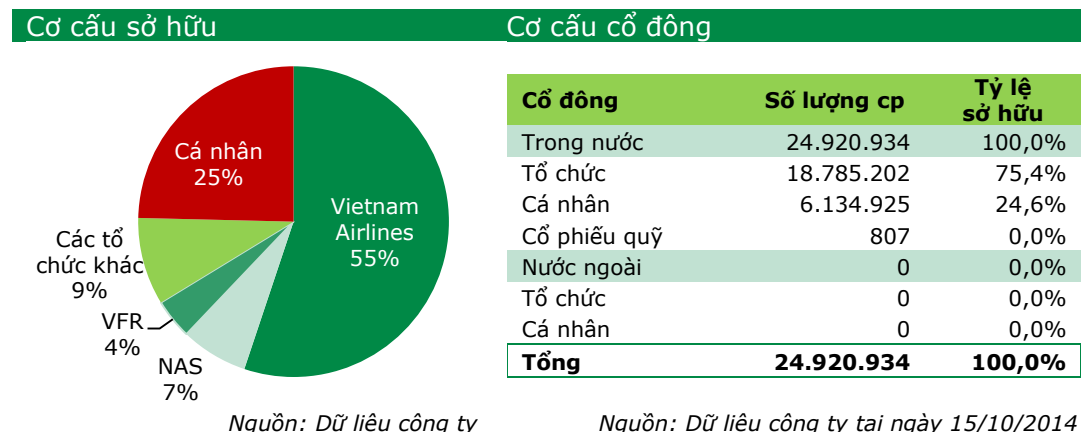
- **Phục vụ hàng hoá:** cung cấp dịch vụ xếp dỡ hàng hoá lên/xuống máy bay từ/đến cửa kho hàng hoá trong sân bay thông qua hợp đồng với các hãng hàng không
- **Lưu kho:** cung cấp dịch vụ kho bãi phù hợp với từng loại hàng hóa
- **Xử lý hàng hoá:** vận chuyển hàng hóa từ/đến kho Sân bay Nội Bài cho khách hàng. Đối với dịch vụ này, công ty sẽ ký hợp đồng với các đại lý giao nhận.
- **Các dịch vụ khác:** cung cấp nhiều dịch vụ hỗ trợ liên quan đến vận tải như dịch vụ hải quan, giao nhận hàng hóa, dịch vụ áp tải hàng giá trị cao từ Sân bay Nội Bài đến trung tâm Hà Nội

Khách hàng của công ty gồm hai hãng hàng không nội địa (Vietnam Airlines và Jetstar Pacific) và 28 hãng hàng không quốc tế. Trong khi Vietnam Airlines mang lại lượng hàng hóa lớn nhất thì Korean Air mang lại nhiều doanh thu nhất cho NCT trong 9T2014.

Cơ cấu sở hữu

NCT là công ty con của Vietnam Airlines và tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại ngày 15/10/2014 là 0%.

Tại thời điểm ngày 15 tháng 10 năm 2014, NCT có 1.230 cổ đông, trong đó, các cổ đông tổ chức nắm đến 75,4%. Vietnam Airlines là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu là 55,13% cổ phần.



Thị phần

NCT dẫn đầu về các dịch vụ hàng hóa tại Sân bay Quốc tế Nội Bài với thị phần từ 80% đến 82% đối với hàng hóa trong nước và từ 85% đến 86% đối với hàng hóa quốc tế.

NCT giữ vị trí dẫn đầu về các dịch vụ hàng hóa tại Sân bay Quốc tế Nội Bài. Thị phần của công ty chiếm từ 80% đến 82% đối với hàng hóa trong nước và từ 85% đến 86% đối với hàng hóa quốc tế. Thị phần còn lại thuộc về Trung tâm dịch vụ ga hàng hóa Nội Bài (ACS), công ty con của Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) – đơn vị sở hữu Sân bay Quốc tế Nội Bài.

Từ năm 2015, thị phần của công ty có thể sẽ giảm do có đối thủ cạnh tranh mới gia nhập thị trường như CTCP Giao nhận Kho vận Hàng không - ALSC (NCT sở hữu 14%) và ACS cũng mở rộng quy mô kể từ quý 4 năm 2013.

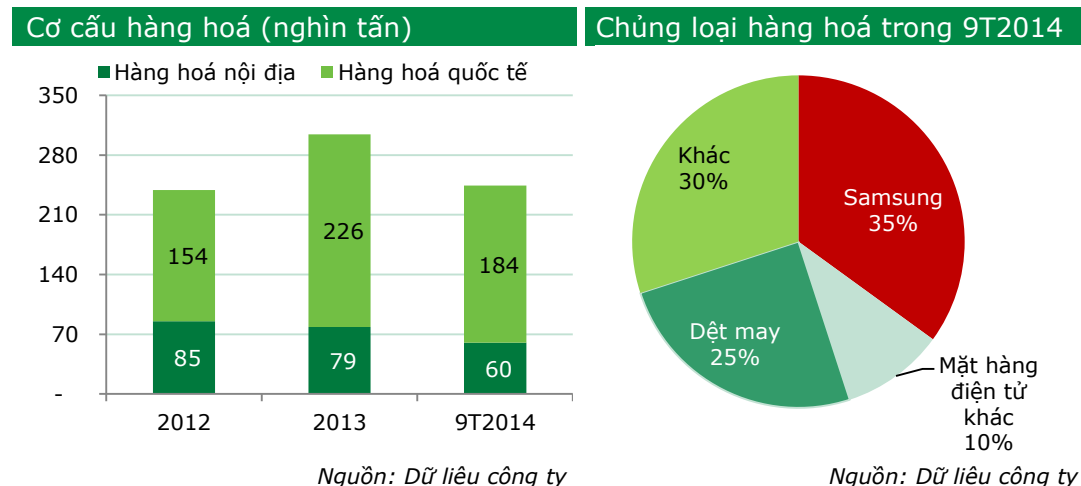
Theo ban lãnh đạo của NCT, ba nhà cung cấp dịch vụ vận tải hàng không hiện đang có mặt trên thị trường (NCT, ALSC và ACS) sẽ cạnh tranh về chất lượng dịch vụ và không cạnh tranh về giá. Đây chính là lợi thế cho NCT do công ty có uy tín cao đối với dịch vụ hàng hóa của mình.

Cơ cấu hàng hóa

Hàng hóa quốc tế có biên lợi nhuận gộp từ 46% đến 50%, cao hơn nhiều so với hàng hóa nội địa.

Về cơ cấu hàng hóa, mặt hàng chiếm tỷ trọng cao nhất là các thiết bị điện tử (40% đến 45%) từ Samsung (30% đến 35%), Nokia và LG; theo sau là hàng dệt may (25% đến 30%) và các hàng hóa khác (ví dụ: thực phẩm đông lạnh).

Mặc dù hàng thực phẩm đông lạnh có biên lợi nhuận cao nhất nhưng chỉ đóng góp từ 5% đến 7% vào tổng doanh thu trong năm 2014, do mặt hàng cá hồi đông lạnh xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc giảm đáng kể.



Cơ cấu doanh thu và chi phí cho các dịch vụ

Doanh thu thuần đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 32,1% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013, nhờ vào sản lượng hàng hóa từ Samsung Electronics Việt Nam trong năm 2013. Mạng phục vụ và xử lý hàng hóa lần lượt chiếm 49% và 32% trong tổng doanh thu của NCT trong 9T2014.

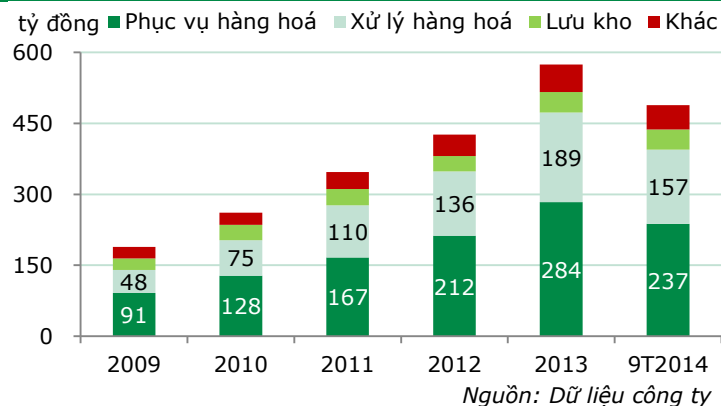
Chi phí nhân công chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí, sau đó là chi phí dịch vụ thuê ngoài và chi phí thuê. NCT phải thuê đất từ ACV với mức giá cao. Đây là một trong những bất lợi của công ty khi chi phí này có thể tăng dần. Tuy nhiên, ban lãnh đạo tin rằng giá thuê năm 2015 sẽ không điều chỉnh mạnh do giá thuê hiện tại đang mức tương đối cao. Chi phí nguyên vật liệu, bao gồm phí nhiên liệu, pa-let và bao bì, chỉ chiếm 6% trong chi phí giá vốn 9T2014. Do đó, tác động từ biến động giá dầu là không đáng kể.

Cơ cấu hàng hoá của công ty bao gồm: hàng điện tử (40% đến 45%), dệt may (25% đến 30%) và các mặt hàng khác.

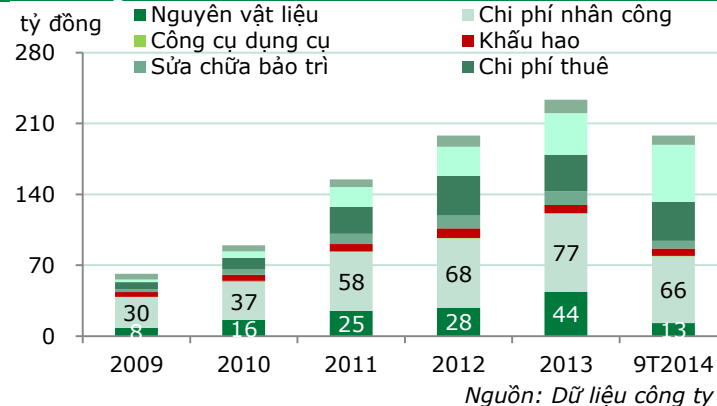
Nhờ vào sản lượng hàng hoá từ Samsung, doanh thu của công ty đạt tốc độ CAGR cao trong giai đoạn từ 2009 đến 2013.

Chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí, theo sau là chi phí dịch vụ thuê ngoài và chi phí thuê.

Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu giá vốn



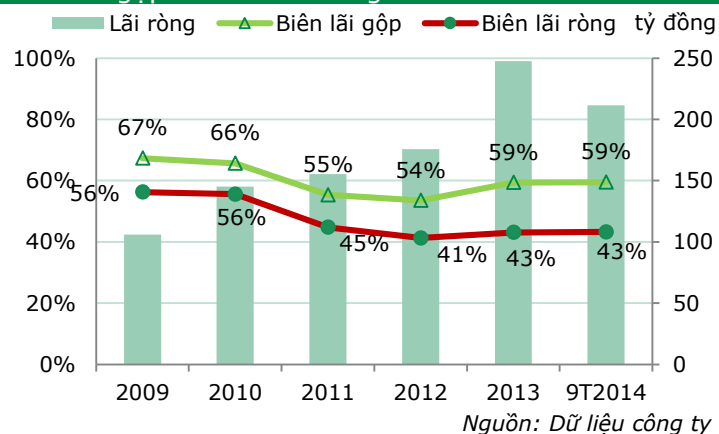
Khả năng sinh lời

NCT có tỷ suất sinh lời cao và tình hình tài chính lành mạnh.

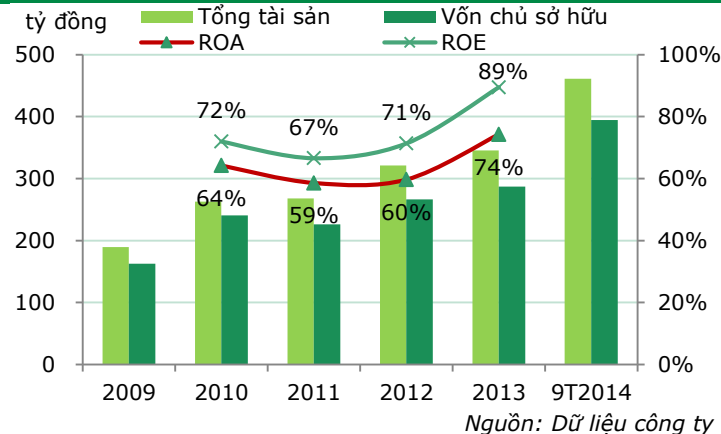
NCT là công ty có khả năng sinh lời cao với biên lợi nhuận ròng đạt trên 40% trong giai đoạn từ năm 2009 đến 9T2014. Từ năm 2009 đến năm 2013, lợi nhuận ròng của công ty đã đạt tốc độ CAGR là 23,6%. Tuy nhiên, mức tăng trưởng này thấp hơn tốc độ tăng của doanh thu, dẫn đến biên lợi nhuận ròng giảm. Mặc dù vậy, các chỉ số ROA và ROE của công ty lại tăng đáng kể từ năm 2011 và lần lượt đạt mức 74 % và 89% trong năm 2013.

Thêm vào đó, công ty không vay nợ nên có tình hình tài chính lành mạnh, không chịu gánh nặng tài chính.

Biên lãi gộp và biên lãi ròng



ROA và ROE



PHÂN TÍCH SWOT

Thế mạnh

Nhờ vị thế dẫn đầu với mạng lưới khách hàng rộng lớn, NCT có khả năng sinh lời tốt và chi trả cổ tức ở mức cao.

Dẫn đầu thị trường: NCT là công ty dẫn đầu trong dịch vụ hàng hóa mặt đất tại Sân bay Nội Bài. Công ty có lịch sử hoạt động lâu đời nhất tại đây và đã xây dựng được thương hiệu tốt với mạng lưới khách hàng gồm 30 hãng hàng không, cao hơn nhiều so với ACS (19 hãng hàng không).

Số lượng trang thiết bị chiếm ưu thế so với các đối thủ: NCT hiện có nhiều thiết bị nhất và khoảng 35.000 mét vuông kho bãi. Hơn thế nữa, tất cả các trang thiết bị của công ty đều được đồng bộ hóa và nâng cấp thường xuyên. Bên cạnh

ba nhà kho nằm trong khu vực Sân bay Nội Bài, công ty còn sử dụng chung ba nhà kho hàng hoá hàng không kéo dài liên kết với ALSC (tỉnh Bắc Ninh, tỉnh Thái Nguyên và Trung tâm Hà Nội). Các cơ sở này giúp công ty cung cấp dịch vụ giao nhận hàng hóa hàng không hoàn thiện cho các khách hàng lớn của mình như: Samsung, Nokia và LG.

Chất lượng dịch vụ cao: Công ty đáp ứng được nhiều tiêu chuẩn quốc tế trong ngành công nghiệp vận tải hàng hóa hàng không như: ISO 9001:2008 của QMS Úc và RA3 - tiêu chuẩn Châu Âu. NCT đặt mục tiêu đạt được tiêu chuẩn ISAGO của IATA trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2016, từ đó nâng cấp chất lượng dịch vụ. Số lượng khách hàng hiện nay chứng tỏ rằng NCT có chất lượng dịch vụ cao, do trong ngành công nghiệp hàng không thì chất lượng dịch vụ được ưu tiên hàng đầu.

Lợi thế cạnh tranh trong vận chuyển hàng hóa nội địa từ công ty mẹ: Công ty mẹ là Vietnam Airlines hiện hỗ trợ NCT trong việc tìm kiếm khách hàng mới cũng như duy trì mối quan hệ với những khách hàng hiện tại.

Lợi nhuận và cổ tức cao:

Như chúng tôi đã đề cập ở trên, công ty duy trì chỉ số ROE ở mức cao, đạt 89% vào năm 2013, cao hơn hẳn những công ty hoạt động trong Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất như Công ty TNHH Dịch vụ Hàng hoá Tân Sơn Nhất (TCS) (59%) và CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCSC) (4,7%).

Tỷ suất lợi nhuận cao của NCT là điểm hấp dẫn cho các nhà đầu tư. Chúng tôi kỳ vọng trong tương lai, tỷ lệ này vẫn sẽ được duy trì ở mức cao mặc dù có thể không bằng năm 2013 do công ty phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt hơn.

Ngoài ra, tỷ lệ chi trả cổ tức cao cũng làm hài lòng cổ đông của công ty. Với giá tham chiếu là 75.000 đồng/cổ phiếu, tỷ lệ cổ tức trên giá cổ phiếu vào năm 2015 sẽ là 14,7% (bao gồm cổ tức bằng tiền mặt năm 2014 chưa chi trả là 20% trên mệnh giá), một tỷ suất đầu tư thực sự hấp dẫn.

Cổ tức và ROE

Năm	Cổ tức (% trên mệnh giá)	Phương thức thanh toán	ROE
2011	138%	Tiền mặt	67%
2012	160%	Tiền mặt	71%
2013	166%	Tiền mặt	89%
	70%	Cổ phiếu	
2014	90%	Tiền mặt	
	160%	Cổ phiếu	
2015E	90%	Tiền mặt	

Nguồn: Dữ liệu công ty

Nhược điểm

Hệ thống kho bãi phân tán và phải thuê với mức giá cao là nhược điểm lớn nhất của công ty. Tỷ lệ free-float thấp cũng là nhược điểm.

Vị trí kho không thuận lợi và chi phí thuê cao: Công ty phải thuê đất từ ACV để làm kho bãi và cơ sở hạ tầng với mức giá cao và hợp đồng ký trong ngắn hạn (từ 1 đến 5 năm). Như vậy, công ty rất bị động trong việc quản lý chi phí và phải chịu chi phí thuê cao. Vị trí kho bãi phân tán và không được kết nối trực tiếp, dẫn đến những bất cập trong vận hành.

Thời gian bảo trì dài: Công ty tốn khá nhiều thời gian cho việc sửa chữa và bảo trì trang thiết bị của mình do phụ thuộc vào nhà cung cấp, khiến hoạt động của công ty gặp khó khăn.

Không có kế hoạch mở rộng trong hai năm tới: Công ty không có kế hoạch mở rộng hoạt động sang các sân bay quốc tế khác tại Việt Nam hay kế hoạch tăng vốn cổ phần từ năm 2015 đến năm 2017.

Thiếu tính thanh khoản: Trong thời hạn sáu tháng kể từ ngày niêm yết (ngày 8 tháng 1 năm 2015), 15.576.874 cổ phiếu bị hạn chế chuyển nhượng hay tỷ lệ free-float là 37,5%. Trong sáu tháng tiếp theo, tỷ lệ free-float sẽ là 68,7%. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, Vietnam Airlines sẽ không giảm tỷ lệ sở hữu của mình; do vậy lượng cổ phiếu tự do lưu hành có thể sẽ là 10.263.255 cổ phiếu (tương ứng 41,2%).

Cơ hội

Tiềm năng tăng trưởng của ngành cao:

Theo Cục Hàng không Dân dụng Việt Nam (CAAV), sản lượng hàng hoá hàng không cả nước trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013 đạt tốc độ CAGR 12,5%. Đến năm 2018, theo ban lãnh đạo, sản lượng hàng hóa thông qua Sân bay Nội Bài ước tăng từ 13% đến 15% mỗi năm, đóng góp vào sự tăng trưởng ổn định cho doanh thu của NCT.

Yếu tố chính thúc đẩy sự tăng trưởng đến từ các công ty đa quốc gia lớn, như Samsung, Nokia, LG, v.v. Các công ty này hầu hết nằm ở các tỉnh phía Bắc của Việt Nam và chủ yếu vận chuyển sản phẩm thông qua Sân bay Nội Bài.

Trong năm 2013, sản lượng hàng hóa của Samsung thông qua Sân bay Nội Bài đạt 80.000 tấn (chiếm 22,9% tổng lượng hàng hóa). Samsung dự kiến sẽ tăng lượng hàng hóa của mình lên từ 130 đến 150 nghìn tấn trong năm 2014 và tiếp tục tăng 20% đến 30% mỗi năm trong vòng năm năm tới. Trong tương lai gần, Samsung sẽ chiếm 50% lượng hàng hóa lưu chuyển qua Sân bay Nội Bài.

Do hàng quốc tế có biên lợi nhuận gộp cao, sản lượng hàng hóa quốc tế tăng cao sẽ giúp công ty đẩy mạnh doanh thu và lợi nhuận ròng.

Đồng thời, Hiệp định Đối tác Xuyên Thái Bình Dương (TPP) sẽ giúp công ty tăng sản lượng hàng dệt may.

Mở rộng Sân bay Nội Bài:

Ngày 30 tháng 12 năm 2014, Nhà ga số 2 của Sân bay Nội Bài đã chính thức đi vào hoạt động. Việc mở rộng này được kỳ vọng giúp công suất của NCT tăng gấp đôi, đạt từ 600 đến 800 nghìn tấn mỗi năm. Điều này sẽ hỗ trợ NCT đáp ứng được nhu cầu tăng cao của các nhà sản xuất thiết bị điện tử và tăng doanh thu gấp đôi trong năm năm tới.

Biến động tỷ giá hối đoái:

NCT hiện đang giao dịch với 28 hãng hàng không quốc tế, với tỷ trọng doanh thu hàng quốc tế đạt từ 93% đến 97%. Như vậy, doanh thu và lợi nhuận của công ty chịu ảnh hưởng lớn từ sự biến động tỷ giá hối đoái (ví dụ: USD so với VND). Từ ngày 7 tháng 1 năm 2014, VND giảm giá 1% so với USD, giúp doanh thu của công ty tăng nhẹ. Bất cứ sự giảm giá nào của VND trong tương lai sẽ giúp cải thiện khả năng sinh lời của công ty và vị thế cạnh tranh đối với các đối thủ nước ngoài.

Sản lượng hàng thông qua Sân bay Nội Bài dự kiến tăng từ 13% đến 15% mỗi năm là nhờ sản phẩm của Samsung, Nokia, và hàng dệt may.

Tuy nhiên, ngược lại khi VND tăng giá so với USD, đây sẽ là rủi ro đối với công ty vì NCT hiện không có bất kỳ công cụ bảo hiểm nào để phòng ngừa rủi ro về biến động tỷ giá.

Nguy cơ

Cạnh tranh gay gắt hơn:

Trong tương lai gần, sự cạnh tranh sẽ khốc liệt hơn và đến từ cả hai phía: công ty nội địa và tiềm năng từ các đơn vị nước ngoài.

Vào cuối năm 2013, ACS đã mở rộng diện tích kho bãi lên 44.000 mét vuông, rộng hơn diện tích kho bãi hiện tại của NCT. Sự mở rộng này hỗ trợ cho các hợp đồng của ACS với các hãng hàng không lớn như: Cagolux, FedEx Express, và Lufthansa Cargo, v.v. Thêm vào đó, ALSC sẽ bắt đầu cung cấp dịch vụ phục vụ hàng hóa tại Sân bay Nội Bài kể từ năm 2015. Trong tương lai gần, áp lực cạnh tranh cho NCT sẽ gay gắt hơn.

Theo ban lãnh đạo, rào cản gia nhập ngành là cao. Tuy vậy, khả năng gia nhập của các công ty nước ngoài hay liên doanh là mối đe dọa tiềm ẩn cao đối với NCT. Theo Nghị định số 140/2007/NĐ-CP, kể từ năm 2014 sẽ không còn giới hạn tỷ lệ sở hữu đối với công ty nước ngoài trong lĩnh vực dịch vụ logistics, dịch vụ kho bãi và các dịch vụ hỗ trợ khác. Với lợi thế về vốn đầu tư, kinh nghiệm và kỹ năng quản lý, các công ty nước ngoài sẽ là những đối thủ đáng gờm.

Phụ thuộc nhiều vào các khách hàng chính, đặc biệt là Samsung:

Sự phụ thuộc cao vào Samsung tạo ra rủi ro giảm doanh thu tiềm tàng nếu Samsung thay đổi người cung cấp dịch vụ.

Sản lượng hàng hóa của Samsung chiếm 30% đến 35% tổng lượng hàng hóa thông qua. Nếu doanh số bán hàng của Samsung giảm đáng kể trong tương lai, doanh thu của NCT sẽ bị ảnh hưởng nặng nề. Trên thực tế, vào tháng 8 năm 2014, Samsung đã yêu cầu CAAV và ACV cho phép sử dụng kho hàng hóa của ALSC như kho bãi riêng chuyên dụng của mình để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng. Nếu Samsung được cấp phép, doanh thu của NCT sẽ giảm sâu về mức năm 2012.

Hiện nay, Samsung vận chuyển các sản phẩm chủ yếu qua Korean Air, và NCT được hưởng lợi từ việc ký kết hợp đồng với Korean Air. Tuy nhiên, trong tương lai gần, khi bất kỳ lý do nào khiến Samsung sử dụng FedEx hay các hãng hàng không khác không phải là khách hàng của NCT, doanh thu của công ty từ mảng dịch vụ bốc xếp (49% doanh thu 9T2014) sẽ giảm mạnh.

Chi phí thuê và chi phí nhân công tăng:

Như chúng tôi đã đề cập ở trên, NCT phải chịu chi phí thuê cao do công ty không sở hữu đất trong Sân bay Nội Bài. Chi phí thuê ước đạt 70 tỷ đồng trong năm 2014 và 76 tỷ đồng trong năm 2015. Công ty không thể thương lượng hay cắt giảm chi phí này, trừ khi dừng việc thuê đất. Giá thuê đất tăng trong tương lai sẽ là gánh nặng cho biên lợi nhuận và khả năng sinh lời của công ty.

Chi phí nhân công chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng chi phí của công ty. Trong năm 2014, công ty đã dự kiến chi đến 82,3 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng chi phí này sẽ tăng tương ứng với mức tăng lương cơ bản được Chính phủ ban hành.

KẾ HOẠCH KINH DOANH

Theo như thảo luận giữa chúng tôi cùng ban quản trị, công ty ước tính đạt 340 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế năm 2014. Theo đó, lợi nhuận ròng năm 2014 ước đạt 272 tỷ đồng, tăng 10% so với năm trước.

Năm 2015, tổng doanh thu ước tăng từ mức 686 tỷ đồng trong năm 2014 lên mức 775 tỷ đồng trong năm 2015 do phí dịch vụ tăng từ ngày 1 tháng 12 năm 2014. Từ năm 2015 trở đi, với sự gia nhập của ALSC, công ty dự kiến mức phí này sẽ không tăng hoặc giảm nhẹ. Công ty kỳ vọng biên lãi ròng đạt 33,4%, thấp hơn năm 2014 do cạnh tranh khốc liệt hơn.

Bên cạnh đó, năm 2014 là năm cuối cùng công ty được hưởng mức thuế doanh nghiệp 20%. Từ năm 2015, thuế suất của công ty sẽ dựa trên Quyết định số 218/2013/NĐ-CP ban hành ngày 26 tháng 12 năm 2013. Thuế suất tăng lên 22% vào năm 2015 và giảm xuống mức 20% từ năm 2016 trở đi.

Kế hoạch của ban lãnh đạo

	2014 kế hoạch	%tăng trưởng	2014 ước tính	%tăng trưởng	2015 kế hoạch	%tăng trưởng
Sản lượng (nghìn tấn)	335	10%			370	11%
Vốn điều lệ	249	160%	249	160%	249	0%
Tổng doanh thu	673	12%	686	15%	775	13%
Lãi ròng	259.6	5%	272	10%	259	-5%
Biên lãi ròng	39%		40%		33%	
Tỷ lệ cổ tức trên mệnh giá	90%		250%		90%	

Nguồn: Dữ liệu công ty

ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH THỊ TRƯỜNG

Các công ty cùng ngành trong nước bao gồm: Trung tâm dịch vụ ga hàng hóa Nội Bài (ACS), CTCP Giao nhận Kho vận Hàng không (ALSC), Công ty TNHH Dịch vụ Hàng hoá Tân Sơn Nhất (TCS), và CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCSC) đều chưa niêm yết cổ phiếu trên sàn. Do đó, để xác định giá trị hợp lý của NCT, chúng tôi sử dụng nhóm các công ty cùng ngành trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương và có hoạt động kinh doanh tương tự NCT.

Nhóm tương đương cùng ngành

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa	9T2014				12 tháng gần nhất						Chỉ số tương đối	
			Doanh thu		Lãi ròng		Nợ vay/VCSH	ROA	ROE	Biên LN ròng	P/E	P/B	P/E	P/B
		triệu USD	triệu USD	% tăng trưởng	triệu USD	% tăng trưởng								
Cardig Aero Services Tbk PT	In-đô-nê-xi-a	206	95	-1%	6	-20%	61%	11%	36%	8%	24,4	7,8	1,2	3,3
Guangzhou Baiyun International Airport	Trung Quốc	2.164	656	8%	120	11%	0%	10%	13%	18%	13,8	1,7	0,9	0,8
Sanco Trans Ltd	Ấn Độ	8	9	-13%	1	0%	15%	7%	9%	6%	6,7	0,6	0,4	0,2
Freight Management Holdings Bhd	Ma-lay-xi-a	77	92	6%	5	4%	28%	8%	14%	6%	11,6	1,6	0,8	0,8
Celebi Hava Servisi AS	Thổ Nhĩ Kỳ	289	222	6%	17	312%	808%	7%	62%	1%	16,0	7,4	1,5	4,7
SATS Ltd	Xinh-ga-po	2.476	1.077	-2%	114	2%	8%	9%	13%	10%	19,0	2,4	1,4	1,8
Nigerian Aviation Handling Co PLC	Ni-giê-ri-a	39	37	2%	4	0%	70%	7%	14%	10%	8,8	1,2	0,8	0,6
Trung bình		751	313	1%	38	44%	142%	8%	23%	8%	14,3	3,2	1,0	1,7
Trung vị		206	95	2%	6	2%	28%	8%	14%	8%	13,8	1,7	0,9	0,8
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài	Việt Nam	88	23	16%	10	5%	0,0%	64%	76%	40%	7,3	4,7	0,5	2,6

Ghi chú: P/E và P/B được tính toán dựa trên số lượng cổ phiếu hiện tại. Do thiếu thông tin, chúng tôi dựa trên số liệu tại ngày 31/12/2013 để tính toán chỉ số ROA và ROE 12 tháng gần nhất của NCT. Dữ liệu tại ngày 6/1/2015. Nguồn: Bloomberg, VPBS

Tại mức giá tham chiếu 75.000 đồng/cổ phiếu, chỉ số P/E tương đối của NCT thấp hơn nhiều so với nhóm tương đương cùng ngành nhờ vào tỷ suất sinh lời cao của công ty (ROA, ROE và biên lợi nhuận ròng).

Dựa trên kế hoạch lợi nhuận ròng năm 2015 của công ty và P/E mục tiêu là 11,4 lần, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của một cổ phiếu NCT là 119.000 đồng.

Chỉ số P/E tương đối	Chỉ số P/E trượt của VN-Index	P/E mục tiêu của NCT	EPS năm 2015 (đồng)	Giá trị hợp lý của NCT (đồng/cổ phiếu)
0,9	13,3	11,4	10.397	119.000

BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	9T2014
Doanh thu	189	261	347	426	575	489
% tăng trưởng		38,4%	33,0%	22,8%	34,8%	15,7%
Giá vốn hàng bán	55	81	145	186	222	187
Lợi nhuận gộp (trừ chi phí khấu hao)	133	180	202	240	352	301
Chi phí bán hàng	2	3	3	4	4	3
Chi phí quản lý doanh nghiệp	19	22	36	54	51	36
Tổng CPBH và CPQLDN	20	25	39	58	55	39
EBITDA	113	154	163	182	297	263
Khấu hao	6	8	10	12	11	11
EBIT	107	146	153	170	286	252
Doanh thu tài chính	13	17	24	28	24	12
Chi phí tài chính	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	(0)	1	0	1
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết						
EBT	120	163	176	199	310	264
Thuế	14	18	21	23	62	53
Thuế suất hiệu dụng	11,6%	11,2%	11,8%	11,8%	20,1%	19,9%
Lợi nhuận sau thuế	106	145	155	176	248	212
LNST cổ đông công ty mẹ	106	145	155	176	248	212
Biên LN ròng	56,2%	55,6%	44,8%	41,3%	43,1%	43,3%
% tăng trưởng		36,9%	7,1%	13,1%	40,8%	5,0%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	11.070	15.139	16.216	18.337	25.822	19.860

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	9T2014
Tiền và các khoản tương đương tiền	13	42	6	15	33	87
Các khoản đầu tư ngắn hạn	109	154	192	213	177	120
Các khoản phải thu	21	20	21	32	75	89
Hàng tồn kho	1	1	2	2	4	4
Tài sản ngắn hạn khác	0	0	1	3	0	11
Tài sản ngắn hạn	144	217	221	266	289	311
Tài sản cố định	31	31	32	37	40	64
Các khoản đầu tư dài hạn	15	15	15	15	15	15
Tài sản dài hạn khác	0	0	1	4	2	72
Tài sản dài hạn	45	46	47	55	57	150
Lợi thế thương mại						
Tổng tài sản	189	263	268	321	345	461
Các khoản phải trả	8	5	12	18	16	11
Vay nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	18	16	29	36	41	54
Nợ ngắn hạn	26	21	40	54	57	65
Vay nợ dài hạn	0	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1	1	1	1	1	2
Nợ dài hạn	1	1	1	1	1	2
Nợ phải trả	27	22	42	55	58	67
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	96	96	96	96	96	249
Lợi nhuận chưa phân phối	47	114	85	110	113	140
Vốn khác	20	31	45	60	77	5
Vốn chủ sở hữu	163	241	226	266	287	395
Tổng nguồn vốn	189	263	268	321	345	461

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	9T2014
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	99	137	151	149	193	124
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(18)	(47)	(26)	(12)	45	26
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(75)	(61)	(161)	(127)	(221)	(96)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	6	29	(36)	9	17	55
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	7	13	42	6	15	33
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	13	42	6	15	33	87

Phân tích các chỉ số	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	9T2014
Chỉ số sinh lời						
Biên LN gộp (trừ chi phí khấu hao)	70,7%	68,8%	58,1%	56,3%	61,3%	61,6%
Biên EBITDA	56,6%	56,0%	44,1%	39,9%	49,7%	51,6%
Biên LN hoạt động	60,0%	59,2%	46,9%	42,7%	51,7%	53,7%
Biên LN ròng	56,2%	55,6%	44,8%	41,3%	43,1%	43,3%
Tỷ số LN/tổng tài sản		64,2%	58,5%	59,6%	74,3%	
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu		72,0%	66,6%	71,3%	89,5%	
Chỉ số đòn bẩy						
Tỷ số thanh toán lãi vay và chi phí đầu tư từ EBITDA (EBITDA / (I + capex))	5,2x	9,3x	13,5x	9,8x	18,0x	6,2x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chỉ số thanh khoản						
Hệ số vòng quay tài sản	1,0x	1,0x	0,8x	0,8x	0,6x	0,9x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	41,2	27,4	21,9	27,7	47,4	66,5
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	53,5	21,7	29,0	35,4	26,8	21,0
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	6,7	5,1	4,7	4,6	6,3	7,2
Hệ số thanh toán hiện hành	5,6x	10,3x	5,5x	4,9x	5,1x	4,8x
Hệ số thanh toán nhanh	5,5x	10,2x	5,4x	4,8x	5,0x	4,6x

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lưu Bích Hồng

Giám đốc - Phân tích cơ bản
honglb@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Quỳnh Trang

Chuyên viên phân tích
trangntq@vpbs.com.vn

Lê Thị Diệu Linh

Trợ lý phân tích
linhltd@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
& Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Khắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418