

15/07/2020

**NCT hiện là đơn vị khai thác ga hàng hóa hàng không lớn nhất tại cảng hàng không quốc tế Nội Bài**

NCT hiện là đơn vị khai thác ga hàng hóa hàng không số 1 tại cảng hàng không quốc tế Nội Bài với thị phần đạt khoảng 57% năm 2019. Với rào cản gia nhập ngành lớn, các đơn vị khai thác ga hàng hóa đều đã có tệp khách hàng quen thuộc, NCT được kỳ vọng vẫn giữ được thị phần ở mức cao trong các năm tới.

**Q1/2020, Doanh thu đạt 158.4 tỷ VND, giảm 2.6% yoy; LNST đạt 54 tỷ VND, giảm 6.9% yoy**

3 tháng đầu năm, doanh thu thuần đạt 158.4 tỷ VND, giảm 2.6% yoy trong khi biên lợi nhuận gộp đạt 46.5% giảm so với cùng kỳ năm 2019 đạt 52% là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 54 tỷ VND, giảm 6.9% yoy.

**Động lực tăng trưởng dài hạn đến từ dự án mở rộng nhà ga hàng hóa ACSV – CT2, đón đầu hồi phục sản lượng hàng hóa sau dịch Covid-19**

Nhà ga hàng hóa ACSV - CT2 là dự án mở rộng ga hàng hóa của ACSV có tổng công suất 200,000 tấn/năm gồm 2 tầng. Nhiều khả năng ACSV sẽ cho NCT thuê toàn bộ mặt bằng tầng 1 và 1 phần mặt bằng tầng 2 để khai thác. Việc có thêm mặt bằng kinh doanh sẽ là động lực tăng trưởng của NCT trong dài hạn khi nhu cầu sử dụng dịch vụ tăng cao. Dự kiến ACSV – CT2 sẽ đi vào hoạt động vào đầu năm 2021.

**NCT có lịch sử chi trả cổ tức cao**

NCT là một trong những doanh nghiệp chi trả cổ tức cao nhất trên sàn chứng khoán Việt Nam với tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình đạt 91% trong 5 năm gần đây. NCT đã thống nhất tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2019 là 85% trong đó đã ứng trước 40% và sẽ trả 45% còn lại vào tháng 8/2020.

**Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NCT**

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NCT, giá mục tiêu là 87,000 VND/Cổ phiếu, cao hơn 43.8% so với giá đóng cửa ngày 14/07/2020.

## MUA

**Giá mục tiêu 87,000**

Tăng/giảm (%)	43.8%
Giá hiện tại (Jul 14)	VND 60,500
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/triệu USD)	1,583/67

### Dự phóng KQKD & định giá

	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh số thuần (tỷ VND)	690	699	630	692
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh (tỷ VND)	298	274	228	262
Lợi nhuận của cổ đông của công ty mẹ (tỷ VND)	241	221	183	210
EPS (VND)	9,210	8,422	6,983	8,032
Tăng trưởng EPS (%)	-11.7%	-8.6%	-17.1%	15%
P/E (x)	6.8	7.4	8.9	7.7
P/B (x)	4.00	3.38	3.66	3.42
ROE (%)	55.5%	42.9%	38.5%	44.2%
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	15%	8%	14%	13%

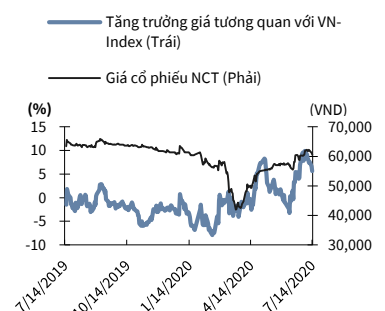
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	29.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	1.6/0.1
Sở hữu nước ngoài (%)	10.7%
Cơ cấu cổ đông	HVN (55.1%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
NCT	8.2	12.9	-1.3	-4.6
VN-Index	1.4	9.2	-9.6	-11.6



Nguồn: Fiinpro, KB Securities Vietnam

## Thông tin tổng quan

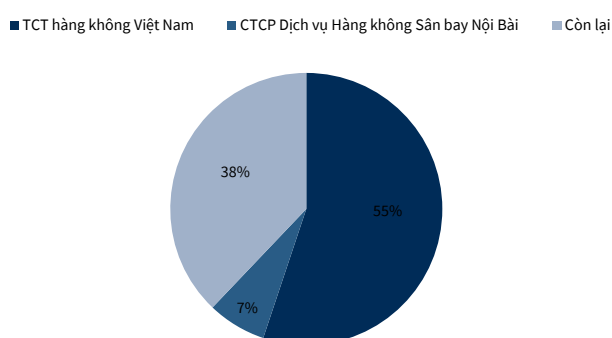
**NCT là doanh nghiệp đầu ngành khai thác hàng hóa tại sân bay quốc tế Nội Bài với thị phần đạt 57% năm 2019**

CTCP Dịch Vụ Hàng Hóa Nội Bài được thành lập từ năm 2005, là công ty con trực thuộc Tổng công ty Cảng Hàng Không Việt Nam (ACV), hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ phục vụ hàng hóa và các dịch vụ liên quan tại sân bay quốc tế Nội Bài cùng với CTCP Logistic Hàng không (ALS) và CTCP Dịch Vụ Hàng Hóa Hàng Không Việt Nam (ACSV). NCT là doanh nghiệp có thị phần lớn nhất, đạt 57% tổng sản lượng khai thác hàng hóa tại sân bay Nội Bài năm 2019.

TCT hàng không Việt Nam là cổ đông lớn nhất, nắm giữ 55.13% cổ phần; tiếp sau đó là CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Nội Bài (NASCO) nắm giữ 6.98%.

Tỷ lệ sở hữu nhà nước của NCT đạt 65.1% trong khi đó cổ đông nước ngoài sở hữu 10.7%. Tỷ lệ free float đạt khoảng 29.6%.

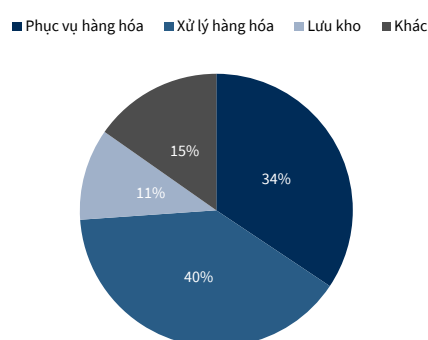
**Biểu đồ 1. Cơ cấu sở hữu NCT**



Nguồn: Fiiipro

Mảng xử lý hàng hóa đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu với 40%, tiếp sau đó là mảng phục vụ hàng hóa đóng góp 34%.

**Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu 2019**



Nguồn: NCT

## Hoạt động kinh doanh

**Sản lượng khai thác hàng hóa tại sân bay Nội Bài tăng trưởng với CAGR 5 năm đạt 11.4%**

Cảng hàng không quốc tế Nội Bài hiện có 2 ga hàng hóa bao gồm ga hàng hóa ACSV và ga hàng hóa ALS, 3 đơn vị khai thác dịch vụ ga hàng hóa là NCT, ALS và ACSV với tổng công suất năm 2019 đạt khoảng gần 700,000 tấn hàng hóa. Sản lượng toàn cảng duy trì tăng trưởng trong các năm qua với CAGR 5 năm đạt 11.4% (Biểu đồ 3). Tuy nhiên, trong năm 2019 đã có sự suy giảm sản lượng 8% yoy, nguyên nhân chủ yếu đến từ việc giảm lượng hàng từ phía các doanh nghiệp lớn như Samsung cũng như việc thay đổi chuỗi cung ứng của một số mặt hàng như cá hồi...

**Hoạt động của NCT diễn ra tại khu đất 26,662 m2 thuê của ACSV**

Hoạt động phục vụ hàng hóa và xử lý hàng hóa của NCT diễn ra tại Ga hàng hóa Nội Bài được quản lý bởi ACSV, trong đó NCT thuê lại ¾ diện tích. Tổng diện tích mặt bằng của NCT đạt 26,662 m2 trong đó 20,747 m2 là kho hàng quốc tế và 5,915 m2 cho kho hàng nội địa, sản lượng hàng năm duy trì khoảng 400,000 tấn/năm (Biểu đồ 5), đã chạy vượt công suất nhà ga hiện tại là 300,000 tấn/năm.

**NCT chiếm 75% thị phần hàng hóa nội địa và 55% thị phần hàng hóa quốc tế**

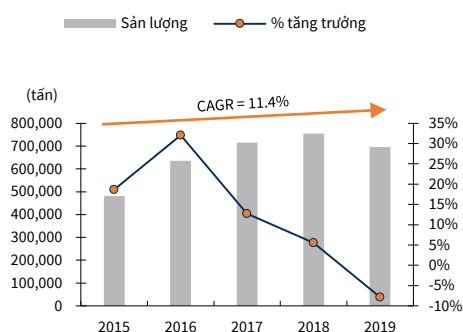
Thị phần khai thác hàng hóa tại sân bay Nội Bài của NCT năm 2019 đạt khoảng 57%, tiếp sau đó là ALS đạt 25% và ACSV đạt 18% (Biểu đồ 4). Ở mảng khách hàng nội địa, được hưởng lợi từ sự hỗ trợ của công ty mẹ, NCT nhận được nguồn hàng từ Vietnam Airline và Jetstar Pacific, là cơ sở để chiếm 75% thị phần hàng hóa nội địa. Ở mảng quốc tế, NCT phục vụ 24 hãng máy bay quốc tế, trong đó có các hãng lớn như Air Asia, Air China, Qatar Airway... Trong năm 2019, NCT đã ký thêm hợp đồng mới với hãng Indigo Airways với đường bay thẳng đầu tiên đến Ấn Độ, qua đó vẫn giữ được thị phần phục vụ ở mức cao, khoảng 55% thị phần hàng hóa quốc tế. Theo thông tin từ phía NCT, các khách hàng của NCT chủ yếu là các hãng hàng không, chỉ sử dụng dịch vụ của một bên cung cấp và mức độ trung thành cao.

**Áp lực cạnh tranh khiến NCT gặp khó khăn trong việc ổn định thị phần và giá cước**

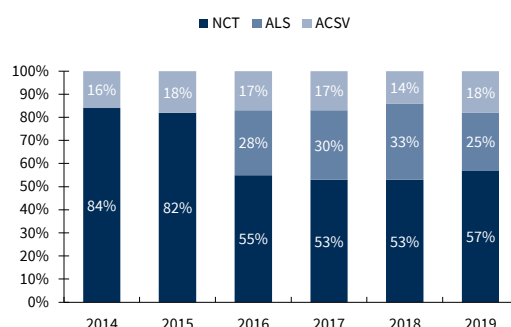
Áp lực cạnh tranh gia tăng sau khi ALS đi vào hoạt động năm 2015 khiến NCT gặp khó khăn trong việc giữ thị phần và ổn định giá cước. Thị phần NCT giảm từ 84% năm 2014 xuống 55% năm 2019. Trong khi đó, giá cước dịch vụ trung bình giảm liên tiếp trong năm 2017 và 2018 lần lượt -5% yoy và -11% yoy và bắt đầu hồi phục nhẹ 5% yoy trong năm 2019 nhờ việc 3 hãng hàng không đã dần ổn định thị phần và có tệp khách hàng của riêng mình (Biểu đồ 6).

**Hiệu quả kinh doanh phần nào bị hạn chế do phải đi thuê mặt bằng kinh doanh**

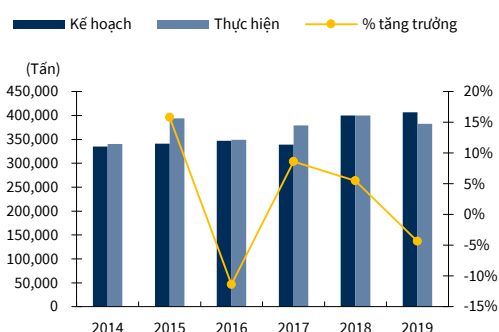
NCT không sở hữu mặt bằng kinh doanh mà phải thuê từ ACSV, chi phí thuê mặt bằng chiếm 17% tổng chi phí khiến biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng, chỉ đạt khoảng 48%, thấp hơn các doanh nghiệp khác trong ngành như SCS đạt 79%, ALS cũng đạt 48% nhưng hoạt động đa ngành với nhiều mảng có biên lợi nhuận gộp thấp. Bên cạnh đó, thời hạn thuê thường kéo dài trong khoảng 3-5 năm sau đó sẽ được thương thảo lại khiến hoạt động của NCT chịu rủi ro tăng giá thuê và thay đổi hướng phát triển của ACSV.

**Biểu đồ 3. Sản lượng khai thác tại sân bay Nội Bài 2015-2019**

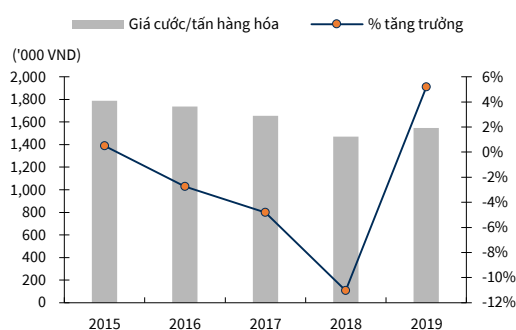
Nguồn: NCT, KBSV ước tính

**Biểu đồ 4. Thị phần các doanh nghiệp khai thác ga hàng hóa tại sân bay Nội Bài 2014-2019**

Nguồn: NCT

**Biểu đồ 5. Sản lượng khai thác giai đoạn 2014-2019**

Nguồn: NCT

**Biểu đồ 6. Giá cước dịch vụ trung bình giai đoạn 2015-2019**

Nguồn: KBSV ước tính

## Kết quả kinh doanh & Tình hình tài chính

**LNST năm 2019 đạt 220 tỷ VND, giảm 8.6% yoy**

Tổng sản lượng khai thác đạt 382.8 nghìn tấn, giảm 4.3% yoy tuy nhiên được bù đắp bằng việc giá cước tăng 5% yoy giúp doanh thu thuần năm 2019 đạt 699 tỷ VND, tăng 1.4% yoy. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp năm 2019 đạt 48.1% giảm so với năm 2018 đạt 50.0% là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận sau thuế giảm -8.6% yoy, đạt 220 tỷ VND.

**Q1/2020, Doanh thu giảm 2.6% yoy; LNST giảm 6.9% yoy**

3 tháng đầu năm, doanh thu thuần đạt 158.4 tỷ VND, giảm 2.6% yoy; biên lợi nhuận gộp đạt 46.5% giảm so với cùng kỳ năm 2019 đạt 52% là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 54 tỷ VND, giảm 6.9% yoy. Dự kiến kết quả trong Q2/2020 sẽ sụt giảm mạnh hơn do ảnh hưởng của dịch Covid-19.

**Chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí, tương đương 33.3%**

Chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí của NCT, tương đương 33.3%, tiếp sau đó là chi phí thuê tài sản và dịch vụ mua ngoài, lần lượt chiếm 17.0% và 14.8%. Năm 2019, tổng chi phí tăng 5% đến từ chi phí khấu hao tài sản cố định do NCT đẩy mạnh mua mới máy móc thiết bị, trong khi đó các chi phí khác không có nhiều biến động.

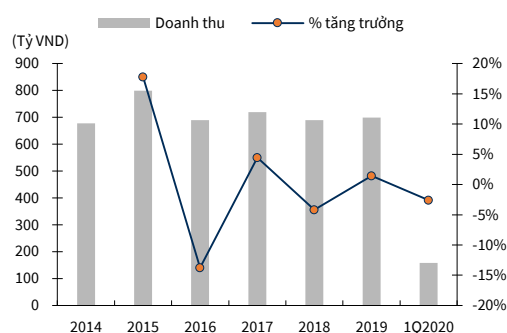
**NCT sở hữu lượng tiền mặt & đầu tư tài chính ngắn hạn lớn, chiếm 55.7% tổng tài sản**

Tổng tài sản của NCT tính đến thời điểm Q1/2020 đạt 616 tỷ VND, tăng 5.2% so với đầu kì. Đặc biệt, Lượng tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn của doanh nghiệp hiện có là 343 tỷ VND tương đương 55.7% tổng tài sản. Ngoài ra, NCT còn nắm giữ 65 tỷ VND bao gồm trái phiếu chuyển đổi và cổ phiếu của công ty đối thủ ALS. Khoản đầu tư này mang lại 5-15 tỷ VND cổ tức và trái tức hàng năm.

**Tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản thấp, không phát sinh nợ vay ngân hàng**

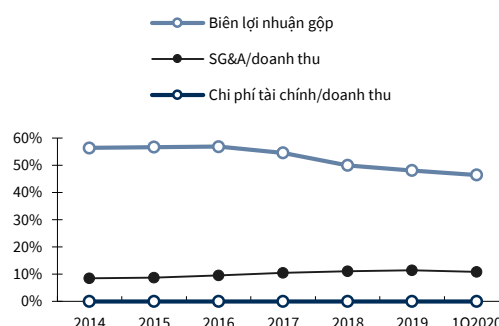
NCT có cơ cấu nợ an toàn với tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản tính đến hết Q1/2020 chỉ ở mức 7.7% trong đó doanh nghiệp không có nợ vay ngân hàng, mọi hoạt động của doanh nghiệp đều được tài trợ từ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

**Biểu đồ 7. Tăng trưởng doanh thu 2014-2020**



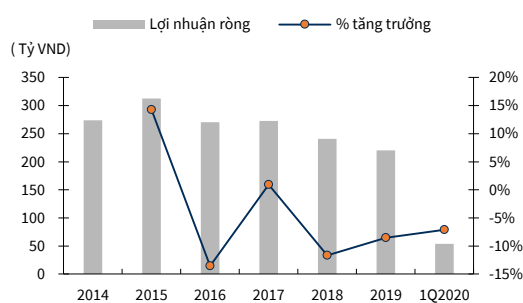
Nguồn: NCT

**Biểu đồ 8. Biên lợi nhuận gộp & Chi phí 2014-2020**



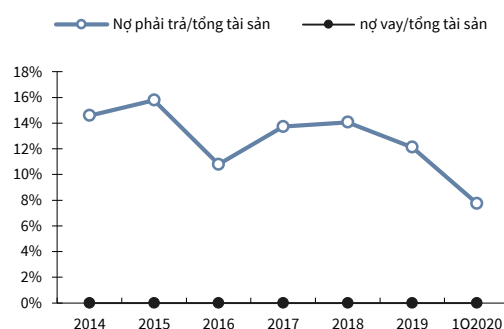
Nguồn: NCT

**Biểu đồ 9. Tăng trưởng LNST giai đoạn 2014-2020**



Nguồn: NCT

**Biểu đồ 10. Cơ cấu nợ giai đoạn 2014-2020**



Nguồn: NCT

## Điểm nhấn đầu tư

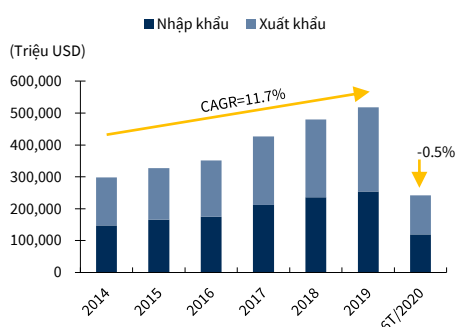
### Triển vọng tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu là động lực cho ngành vận tải hàng không

Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam duy trì tăng trưởng đều đặn trong những năm vừa qua với CAGR 5 năm đạt 11.7% (biểu đồ 11). 6T/2020, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 242.1 tỷ USD, giảm -0.5% yoy do ảnh hưởng của dịch Covid-19, trong đó xuất khẩu giảm 0.9% yoy và nhập khẩu gần như không thay đổi. Theo quan điểm của KBSV, tổng kim ngạch Xuất Nhập khẩu của Việt Nam sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trở lại sau khi dịch Covid-19 kết thúc dựa trên: (1) Tác động tích cực từ hiệp định EVFTA và các hiệp định thương mại khác. Theo nghiên cứu của bộ kế hoạch đầu tư, EVFTA giúp kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu Việt Nam tăng lần lượt 42.7% và 33.1% đến năm 2025; (2) Sự chuyển dịch chuỗi cung ứng toàn cầu. Diễn biến chiến tranh thương mại và dịch Covid-19 khiến các quốc gia xem xét thay đổi địa điểm các cơ sở sản xuất để tránh chịu ảnh hưởng lớn của Trung Quốc và Việt Nam là một điểm đến triển vọng nhờ lực lượng lao động dồi dào, chi phí thấp.

### CAGR lượng hàng vận tải bằng đường hàng không 5 năm đạt 17%

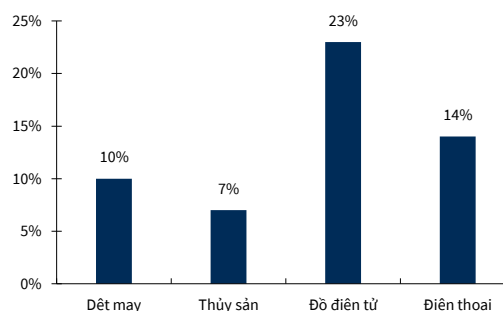
Sản lượng hàng vận tải bằng đường hàng không duy trì tăng liên tiếp trong những năm gần đây với CAGR 5 năm đạt 17% (biểu đồ 13). Một số sản phẩm thường được vận chuyển qua đường hàng không bao gồm các nhóm sản phẩm có giá trị cao, dễ hư hỏng như nhóm hàng điện thoại, máy tính điện tử hoặc cần thời gian vận chuyển nhanh để đảm bảo chất lượng, xu hướng thị trường như hàng thủy sản, dệt may có tốc độ tăng trưởng xuất nhập khẩu cao (Biểu đồ 12). Cùng với đó số chuyến bay vận hành của các hãng không ngừng tăng lên (biểu đồ 14) sẽ giúp giảm giá cước vận chuyển qua đó đảm bảo tăng trưởng vận tải hàng hóa bằng đường hàng không.

Biểu đồ 11. Tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam giai đoạn 2014-2020



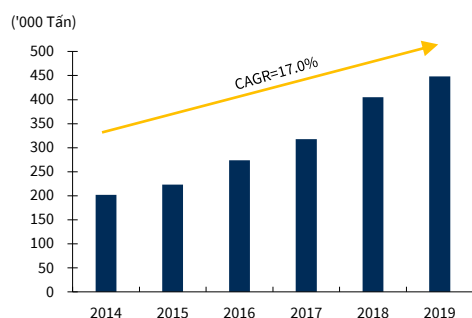
Nguồn: GSO

Biểu đồ 12. CAGR 4 năm giá trị xuất khẩu một số nhóm ngành sử dụng vận tải hàng không



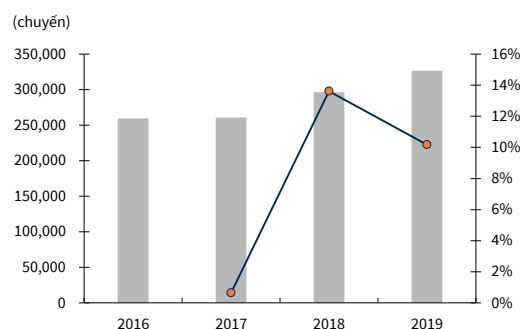
Nguồn: GSO

**Biểu đồ 13. Tăng trưởng lượng hàng vận tải bằng đường hàng không giai đoạn 2014-2020**



Nguồn: GSO

**Biểu đồ 14. Số chuyến bay các hãng hàng không Việt Nam giai đoạn 2016 - 2020**



Nguồn: CAA

### **NCT có lợi thế bán độc quyền khai thác ga hàng hóa tại sân bay Nội Bài & rào cản gia nhập ngành lớn**

Mặc dù có 3 doanh nghiệp hoạt động khai thác ga hàng hóa tại sân bay nội bài, tuy nhiên theo quan điểm của KBSV mối quan hệ giữa 3 doanh nghiệp không chỉ là cạnh tranh mà còn là hợp tác chia sẻ cùng phát triển. ACSV và NCT đều có cổ đông lớn là các tổng công ty nhà nước (lần lượt là HVN và ACV), và có sự phân định rõ ràng về chức năng. Cụ thể, ACSV được giao mặt bằng và cho NCT thuê phần lớn mặt bằng để kinh doanh. Bên cạnh đó, NCT sở hữu 10.078% vốn điều lệ của ALS và mới đây đã là 1 thành viên hội đồng quản trị của ALS, qua đó ít nhiều tạo được tầm ảnh hưởng và liên kết chia sẻ lợi ích giữa hai bên. Trong khi đó, diện tích cạnh các bến đỗ máy bay tại sân bay Nội Bài là rất hạn chế nên khả năng có thêm đối thủ cạnh tranh của NCT và 2 doanh nghiệp còn lại là không cao.

### **Động lực tăng trưởng đến từ dự án mở rộng nhà ga hàng hóa ACSV – CT2, đón đầu nhu cầu thị trường dự báo phục hồi năm 2021**

Nhà ga hàng hóa ACSV - CT2 là dự án mở rộng ga hàng hóa của ACSV được sự cho phép của bộ GTVT và Tổng công ty cảng Hàng Không Việt Nam. Tổng công suất của nhà ga mới đạt 200,000 tấn/năm, kết cấu xây dựng gồm 2 tầng, trong đó tầng 1 được quy hoạch khai thác hàng hóa quốc tế và tầng 2 khai thác hàng nội địa. Theo thông tin từ phía doanh nghiệp, nhiều khả năng ACSV sẽ cho NCT thuê toàn bộ mặt bằng tầng 1 và 1 phần mặt bằng tầng 2 để khai thác. Hiện tại ACSV – CT2 đã hoàn thành thi công, tuy nhiên NCT chưa thuê lại do ảnh hưởng của dịch Covid-19. Trong trường hợp thuận lợi, ACSV – CT2 dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào nửa đầu năm 2021, đón đầu nhu cầu thị trường dự báo phục hồi sau khi hết dịch. Theo dự báo của IMF, tăng trưởng GDP toàn cầu năm 2021 đạt 5.4% sau khi giảm mạnh 4.9% trong năm 2020. Nhìn chung, việc có thêm mặt bằng kinh doanh sau khi đã khai thác vượt công suất tại mặt bằng hiện tại sẽ là động lực tăng trưởng của NCT trong dài hạn khi nhu cầu sử dụng dịch vụ ngày càng tăng cao.

### **NCT có lịch sử chi trả cổ tức cao, dự kiến sẽ tiếp tục duy trì trong các năm tới**

NCT là một trong những doanh nghiệp chi trả cổ tức cao nhất trên sàn chứng khoán Việt Nam với tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình đạt 91% trong 5 năm gần đây. Mới đây tại đại hội cổ đông, NCT đã thống nhất tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2019 là 85% trong đó đã ứng trước 40% và sẽ trả 45% còn lại vào tháng 8/2020. NCT dự kiến chi trả cổ tức năm 2020 với tỷ lệ 75%/vốn điều lệ. Với dòng tiền mạnh mẽ, không phát sinh nợ vay trong hoạt động kinh doanh và hiện tại chưa có kế hoạch đầu tư lớn, chúng tôi cho rằng NCT sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức

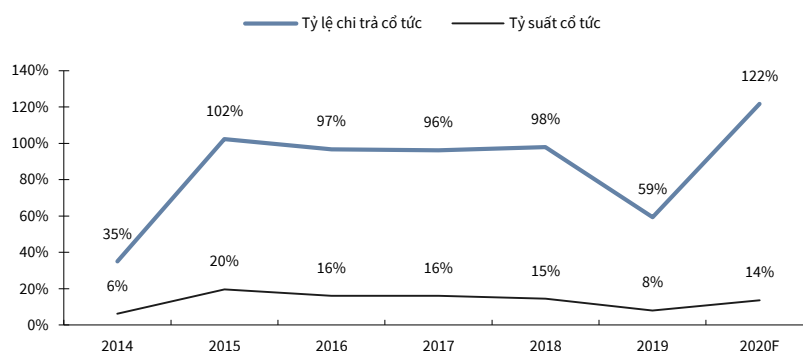
bằng tiền mặt cao trong các năm tới.

**Năm 2020, LNST kế hoạch đạt 191.3 tỷ VND, giảm 13% yoy**

Bất chấp ảnh hưởng phức tạp của dịch Covid-19 đến ngành hàng không, ban lãnh đạo NCT vẫn đạt kế hoạch năm 2020 khá tích cực. Cụ thể, tổng sản lượng khai thác đạt 350,000 tấn, giảm 8.4% yoy; doanh thu kế hoạch đạt 699.5 tỷ VND, tương đương doanh thu năm 2019; LNST đạt 191.3 tỷ VND, giảm 13% yoy.

Do không có dự án đầu tư mới nên NCT thường trả cổ tức hầu như toàn bộ phần lợi nhuận tạo ra trong năm. Ở mức giá 62,200 VND/cp hiện tại, NCT đang có mức tỷ suất cổ tức trung bình 7 năm đạt 13.5%

**Biểu đồ 15. Tỷ lệ chi trả cổ tức thực tế theo năm 2014-2020F**



Nguồn: NCT, KBSV

## Rủi ro

**Dịch Covid kéo dài sẽ gây ảnh hưởng đến KQKD và khả năng chi trả cổ tức trong ngắn & trung hạn**

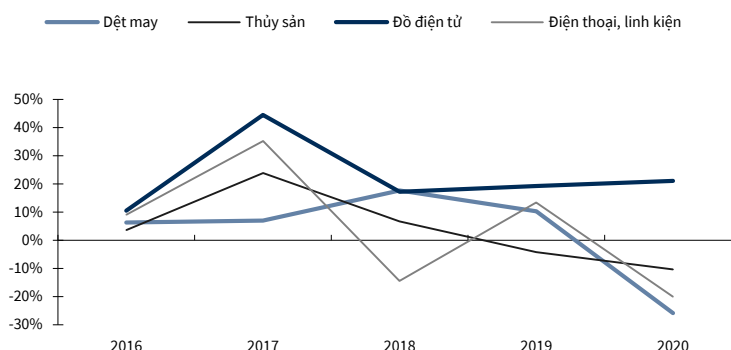
Dịch Covid-19 kéo dài từ đầu tháng 2/2020 đang gây ra sự sụt giảm của chuỗi cung ứng toàn cầu. Theo số liệu từ tổng cục thống kê, trong Q2/2020, giá trị xuất khẩu các mặt hàng chủ lực vận tải qua đường hàng không đều sụt giảm mạnh mẽ, ngoại trừ hàng điện tử (Biểu đồ 16). Theo khảo sát, lượng hàng xuất đi và các linh kiện nhập về của các doanh nghiệp FDI lớn như Samsung hay LG đều giảm ở mức 2 con số. Nếu dịch Covid-19 không có những diễn biến tốt hơn, kết quả kinh doanh của NCT nhiều khả năng sẽ suy giảm, khiến NCT gặp khó khăn trong việc duy trì chi trả cổ tức cao trong ngắn, trung hạn.

**Rủi ro định hướng hoạt động của ACSV**

Mặt bằng kinh doanh hiện tại và trong tương lai (ACSV –CT2) của NCT hoàn toàn được thuê từ ACSV. Trong trường hợp ACSV thay đổi chiến lược kinh doanh, tập trung vào tự khai thác dịch vụ hàng hóa thay vì cho thuê mặt bằng sẽ ảnh hưởng lớn đến hoạt động kinh doanh của NCT. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro này là không cao khi những quyết định thay đổi này sẽ gây ảnh hưởng đến quyền lợi của nhiều tổ chức nhà nước, đặc biệt là Tổng công ty Hàng Không Việt Nam (HVN), công ty mẹ của NCT.



**Biểu đồ 16. Tăng trưởng giá trị xuất khẩu Q2 của một số nhóm ngành sử dụng vận tải hàng không (YoY)**



Nguồn: Fiinpro

## Dự phóng & Định giá

**Lợi nhuận sau thuế của NCT năm 2020 dự kiến đạt 183 tỷ VND, giảm 17.1% yoy, EPS forward đạt 6,993 VND/cp**

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của NCT sẽ suy giảm nhẹ do ảnh hưởng của dịch Covid-19. Cụ thể, doanh thu năm 2020 dự phóng đạt 630 tỷ VND, giảm 10% yoy, thấp hơn 9.9% so với kế hoạch ban lãnh đạo đề ra; biên lợi nhuận gộp đạt 45.2% so với năm 2019 đạt 48.1% yoy do chi phí cố định chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí của NCT; LNST năm 2020 đạt 183 tỷ VND, giảm 17.1% yoy, thấp hơn 4.1% so với kế hoạch đề ra. KQKD của NCT sẽ bắt đầu hồi phục trở lại vào năm 2021 sau khi dịch Covid-19 kết thúc với doanh thu dự kiến đạt 692 tỷ, tăng 10% yoy và LNST đạt 263 tỷ VND, tăng 15.0% yoy.

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá là chiết khấu dòng tiền chủ sở hữu (FCFE) và chiết khấu cổ tức (DDM) để định giá cổ phiếu NCT. Mức giá hợp lý của NCT cho năm 2020 là 87,000 VND/cp.

Mặc dù kết quả kinh doanh năm 2020 sẽ suy giảm do ảnh hưởng từ dịch Covid-19, tuy nhiên chúng tôi vẫn đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của NCT với triển vọng phát triển của hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam và việc NCT nâng cao công suất nhờ ga hàng hóa ACSV – CT2. Ngoài ra, NCT là doanh nghiệp có cơ cấu tài chính an toàn, chi trả cổ tức tỷ lệ cao, phù hợp cho danh mục đầu tư dài hạn. Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh và lịch sử chi trả cổ tức ở mức cao, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NCT. Giá mục tiêu là 87,000 VND/cp, cao hơn 43.8% so với giá ngày 14/07/2020.

**Bảng 17. Dự phóng kết quả kinh doanh 2020-2021**

Tỷ VND	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu thuần	690	699	630	692
Giá vốn hàng bán	345	363	345	364
Lợi nhuận gộp	345	337	285	329
Chi phí bán hàng	9	8	8	9
Chi phí quản lý doanh nghiệp	67	71	66	75
Chi phí lãi vay	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	298	276	229	263
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	241	220	183	210

Nguồn: KBSV dự phóng

**Bảng 18. Giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền chủ sở hữu**

Giả định mô hình	Giá trị
Chi phí vốn chủ sở hữu	11.4%
Lãi suất phi rủi ro	2.9%
Phần bù rủi ro	11.0%
Hệ số Beta	0.77
Tăng trưởng dài hạn	1%
Thời gian dự phóng	6 năm

Nguồn: KBSV

**Bảng 19. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu**

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCFE	92,173	50%	48,692
DDM	81,887	50%	40,943
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>87,000</b>

Nguồn: KBSV

## Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)	2017A	2018A	2019A	2020F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>	<b>VN GAAP</b>	<b>VN GAAP</b>	<b>VN GAAP</b>	
Doanh số thuần	720	690	699	630
Giá vốn hàng bán	327	345	363	345
Lãi gộp	393	345	337	285
Thu nhập tài chính	23	29	17	17
Chi phí tài chính	0	0	0	0
Trong đó: Chi phí lãi vay	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	8	9	8	8
Chi phí quản lý doanh nghiệp	67	67	71	66
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	339	298	274	228
Thu nhập khác	0	0	2	1
Chi phí khác	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	0	0	2	1
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	340	298	276	229
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	67	57	56	46
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	273	241	220	183
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	273	241	220	183

## Chỉ số hoạt động

(%)	2017A	2018A	2019A	2020F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	54.6%	50.0%	48.1%	45.2%
Tỷ suất EBITDA	51.1%	46.7%	43.7%	41.8%
Tỷ suất EBIT	47.2%	43.2%	39.4%	36.3%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	47.2%	43.2%	39.4%	36.3%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	47.2%	43.2%	39.2%	36.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	37.9%	34.9%	31.5%	29.0%

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VNĐ)	2017A	2018A	2019A	2020F
Lãi trước thuế	340	298	276	229
Khấu hao TSCĐ	28	24	30	34
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-23	-29	-17	0
Chi phí lãi vay	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	345	293	288	263
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-2	18	-18	5
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	0	0	0	0
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	24	-1	3	-1
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-20	24	-27	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	268	271	185	218
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-14	-65	-48	-37
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-692	-857	-817	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	731	845	828	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-41	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	22	29	18	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	6	-48	-20	-37
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	0	0	0	0
Tiền trả các khoản đi vay	0	0	0	0
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-263	-236	-131	-222
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-263	-236	-131	-214
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	11	-14	34	-34
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	17	28	15	49
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	28	15	49	15

Nguồn: NCT, KBSV

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2017A	2018A	2019A	2020F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>	<b>VN GAAP</b>	<b>VN GAAP</b>	<b>VN GAAP</b>	
Tổng Cộng Tài Sản	509	505	585	550
Tài Sản Ngắn Hạn	325	338	355	316
Tiền và tương đương tiền	28	15	49	15
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	236	249	238	238
Các khoản phải thu	54	71	64	59
Hàng tồn kho, ròng	3	3	3	3
Tài Sản Dài Hạn	184	167	230	234
Phải thu dài hạn	2	0	0	0
Tài sản cố định	81	90	126	129
Tài sản dở dang dài hạn	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	65	65	65	65
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Nợ Phải Trả	70	71	71	76
Nợ ngắn hạn	65	66	64	69
Phải trả người bán	14	7	9	8
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	0	0	0	0
Vay ngắn hạn	0	0	0	8
Nợ dài hạn	5	6	7	7
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	5	6	7	7
Vay dài hạn	0	0	0	0
Vốn Chủ Sở Hữu	439	434	514	475
Vốn góp	262	262	262	262
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	177	173	253	0
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

## Chỉ số chính

(x,%,VNĐ)	2017A	2018A	2019A	2020F
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	4.7	5.3	5.8	7.0
P/E pha loãng	4.7	5.3	5.8	7.0
P/B	2.9	2.9	2.5	2.7
P/S	1.8	1.8	1.8	2.0
P/Tangible Book	2.5	2.5	2.2	2.3
P/Cash Flow	4.8	4.7	6.9	5.8
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	3.5	4.0	4.2	4.8
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	3.8	4.3	4.6	5.6
<b>Hiệu quả quản lý</b>				
ROE	62.1%	55.5%	42.9%	38.5%
ROA	53.6%	47.7%	37.7%	33.2%
ROIC	66.4%	57.4%	47.3%	39.1%
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	407.8%	401.4%	445.9%	367.5%
Tỷ suất thanh toán nhanh	455.3%	469.3%	493.7%	412.9%
Tỷ suất thanh toán hiện thời	501.8%	516.2%	551.8%	459.3%
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	14.7%	15.1%	12.5%	14.5%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	12.7%	13.0%	11.0%	12.5%
Tổng công nợ/Vốn CSH	15.9%	16.4%	13.8%	15.9%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	13.7%	14.1%	12.1%	13.7%
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	13.4	11.1	10.4	10.3
Hệ số quay vòng HTK	101.6	111.0	120.2	119.3
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	18.1	43.5	22.8	46.0

## KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

---

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình

binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích Ví mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Ví mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh

anhdt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ví mô – Thái Thị Việt Trinh

trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng

tungla@kbsec.com.vn

### Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu

hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng

tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga

ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công

congt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền

huyenntt@kbsec.com.vn

### Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim

harrison.kim@kbf.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung

dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh

danhnt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh

vinhn@kbsec.com.vn

### Bộ phận Marketing Research

Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin

shin.sy@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

---

## Hệ thống khuyến nghị

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.