

Ngành: Khí thiên nhiên

Ngày 24 tháng 12 năm 2017

Công ty Cổ phần CNG Việt Nam (HOSE: CNG)

Bùi Quốc Hiếu

Chuyên viên phân tích

Email: hieubq@fpts.com.vn

Tel: (84.28) - 6290 8686 - Ext : 7584

Giá thị trường (22/12/2017): **30.500** **Khuyến nghị**

Giá trị nội tại của cổ phiếu: **39.500**

Chênh lệch: **+29,5%**

MUA

Biến động giá của CNG và VNINDEX



Công ty Cổ phần CNG Việt Nam (CNG) hoạt động trong lĩnh vực sản xuất khí thiên nhiên nén (khí CNG), khí thiên nhiên hóa lỏng (khí LNG) và khí dầu mỏ hóa lỏng (khí LPG). Trong đó, sản phẩm kinh doanh cốt lõi hiện nay của CNG là khí thiên nhiên nén.

Sau 10 năm thành lập và phát triển, CNG đã có những bước phát triển mạnh mẽ khi trở thành công ty cung cấp khí nén có thị phần lớn nhất cả nước. Khởi đầu từ năm 2007-2008, CNG chỉ tập trung ở thị trường miền Nam với một nhà máy có công suất 30 triệu Sm³/năm đến nay tổng công suất sản xuất khí nén của CNG đã đạt 130 triệu Sm³/năm và thị trường đã được mở rộng ra cả hai miền Nam Bắc.

Với bề dày kinh nghiệm, tiên phong trong cung cấp khí thiên nhiên nén của CNG cùng triển vọng về nhu cầu khí thiên nhiên nén trong nước và dự báo về sự phục hồi của giá dầu, chúng tôi đánh giá CNG vẫn còn tiềm năng tăng trưởng khá lớn.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CNG dựa trên những luận điểm phân tích đầu tư như sau:

- **Động lực tăng trưởng.**
- **Khả năng sinh lời.**
- **Rủi ro đầu tư.**
- **Đánh giá Ban lãnh đạo.**
- **Định giá**

Thông tin giao dịch

22/12/2017

Giá hiện tại 28.000

Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP) 37.500

Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP) 27.600

Số lượng CP niêm yết (CP) 27.000.000

Số lượng CP lưu hành (CP) 26.999.673

KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày) 29.586

% sở hữu nước ngoài 25,95%

Vốn điều lệ (tỷ đồng) 270

Vốn hóa (tỷ đồng) 823,5

Tổng quan doanh nghiệp

Tên Công ty Cổ phần CNG Việt Nam

Địa chỉ Tầng 7, Tòa nhà GAS Tower, Số 61B đường 30/4, phường Thắng Nhất, TP.Vũng Tàu

Doanh thu chính Kinh doanh khí nén (CNG)

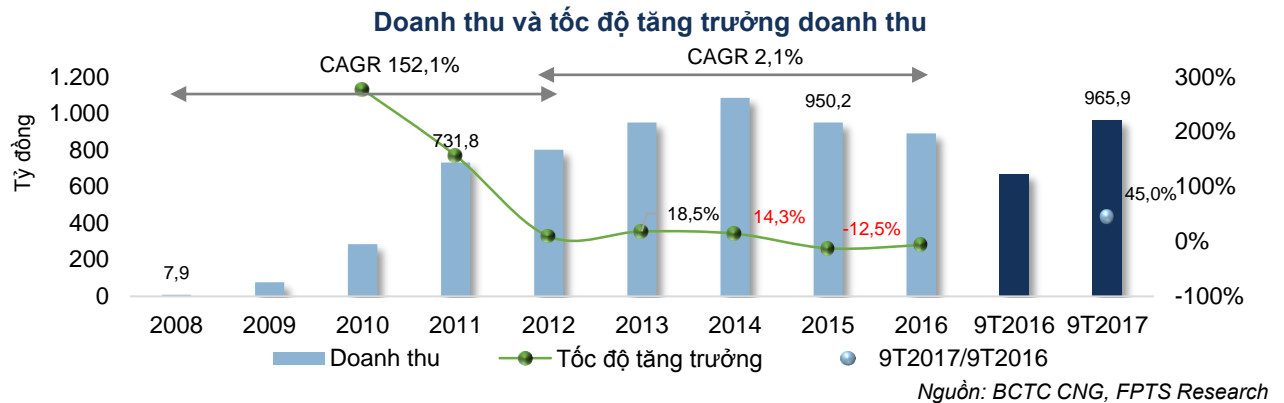
Chi phí chính Chi phí mua khí nguyên liệu

Lợi thế cạnh tranh Tiên phong và có thị phần khí CNG lớn nhất ở trong nước

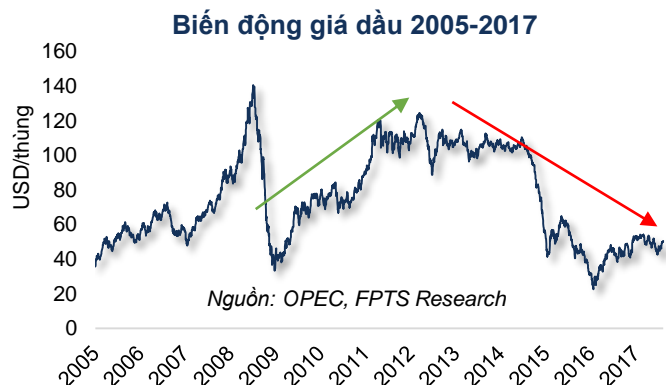
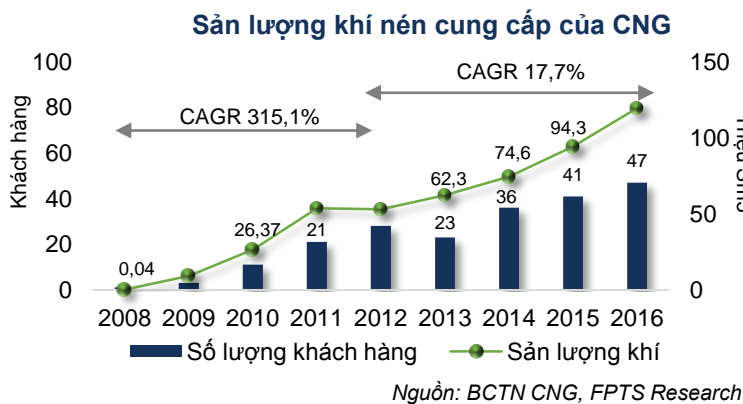
Rủi ro chính Biến động giá mua khí và giá dầu

I. ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG

Tốc độ tăng trưởng doanh thu phục hồi với mức cao. Do ảnh hưởng từ thị trường dầu mỏ lao dốc từ năm 2015 dẫn đến doanh thu trong giai đoạn 2015-2016 sụt giảm, làm tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) cả giai đoạn 2012-2016 giảm xuống chỉ còn 2,1%/năm, thấp hơn rất nhiều so với mức 152,1%/năm của giai đoạn 2008-2012. Tuy nhiên, với mức tăng trưởng trên là kết quả đáng ghi nhận của CNG khi giá dầu suy giảm mạnh từ 109,45 USD/thùng vào năm 2012 chỉ còn 40,75 USD/thùng năm 2016 tương đương CAGR giảm 17,9%/năm trong giai đoạn 2012-2016.



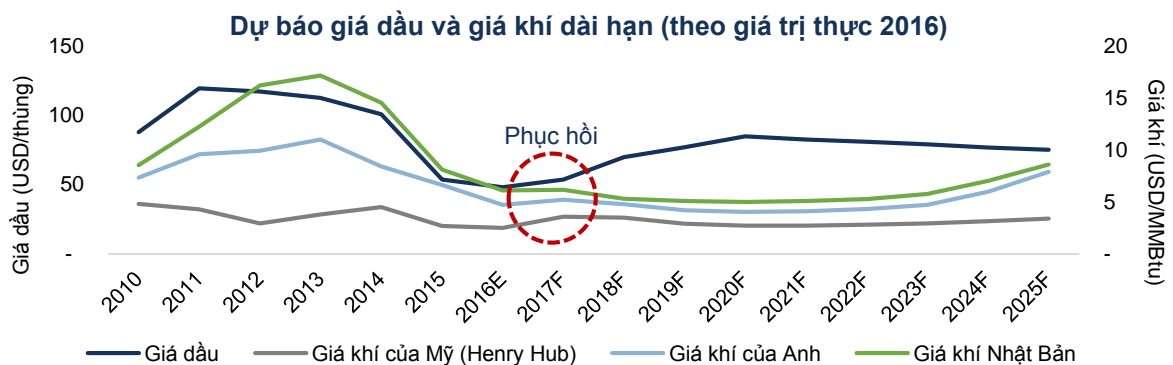
Tăng trưởng doanh thu trong thời gian qua nhờ vào tốc độ tăng trưởng sản lượng khí cung cấp của CNG ngày càng lớn. Trong giai đoạn đầu tư và đưa nhà máy vào vận hành 2008-2012, tốc độ tăng trưởng kép 5 năm về sản lượng khí cung cấp trong giai đoạn này đạt rất cao khoảng 315,1%/năm.



Giảm áp lực từ sụt giảm của giá dầu bằng hoạt động mở rộng thị trường và gia tăng số lượng khách hàng. Trong giai đoạn nâng cấp nhà máy và mở rộng thị trường 2012-2016, mặc dù tốc độ tăng trưởng kép trong giai đoạn này giảm so với giai đoạn trước, do sự ảnh hưởng từ sự sụt giảm của giá dầu nhưng tốc độ tăng trưởng kép về sản lượng khí cung cấp trong giai đoạn 2012-2016 vẫn đạt ở mức cao khoảng 17,7%/năm. Nỗ lực tìm kiếm khách hàng và mở rộng thị trường giai đoạn 2015-2016 đã giúp CNG giảm tác động từ sự sụt giảm của giá dầu đến doanh thu, doanh thu năm 2016 của công ty giảm 12,5% thấp hơn so với mức sụt giảm 55,3% của giá dầu. Trong 9T/2017, tốc độ tăng trưởng doanh thu của CNG đã phục hồi với mức tăng trưởng cao, khoảng 45,0% so với cùng kỳ từ việc gia tăng sản lượng khí cung cấp và sự phục hồi của thị trường dầu mỏ.

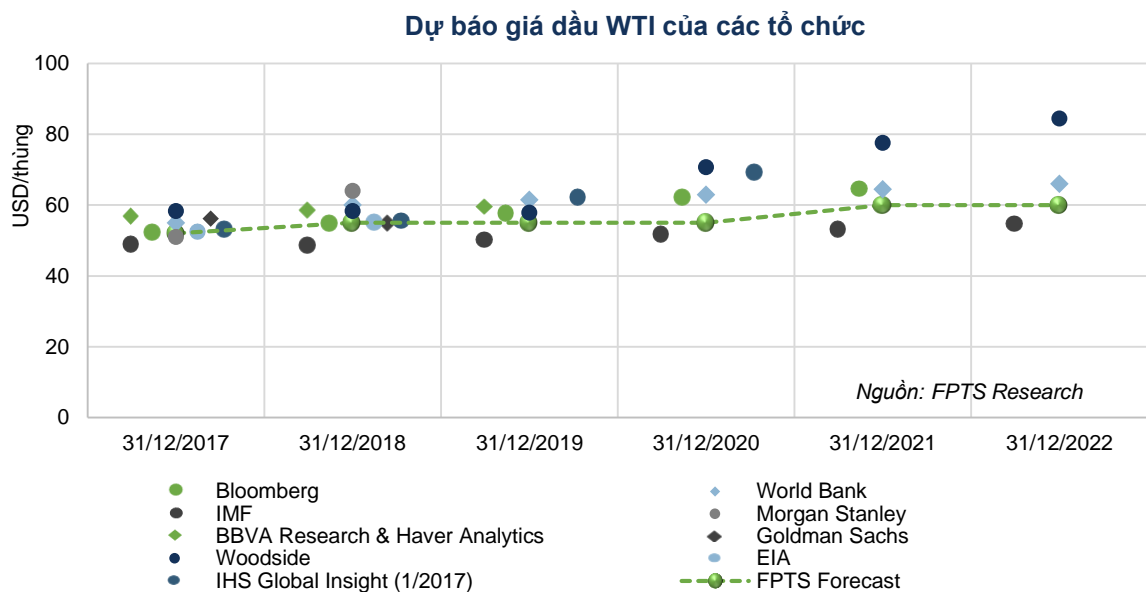
Tiếp tục tăng trưởng với động lực từ sự phục hồi của giá dầu. CNG thực hiện chính sách giá bán khí chiết khấu theo biến động giá dầu FO, DO và LPG. Loại nhiên liệu để tham chiếu thường dựa vào nhiên liệu trước đó mà khách hàng sử dụng. Cả ba loại nhiên liệu này đều biến động theo giá dầu, do đó sự biến động của thị trường dầu mỏ ảnh hưởng rất lớn đến doanh thu của CNG. Từ những năm 2009-2014, CNG vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu cao trên 15%/năm, trong đó thấp nhất là

năm 2012 nhưng vẫn đạt mức tăng trưởng 9,5%. Tuy nhiên, kể từ khi giá dầu mỏ suy giảm trong năm 2015-2016 dẫn đến doanh thu của CNG giảm so với giai đoạn trước, mặc dù sản lượng khí trong hai năm này tăng trưởng khá mạnh, trung bình 26%/năm nhưng việc giá dầu lao dốc khiến doanh thu của CNG vẫn bị ảnh hưởng mạnh.



Nguồn: Argus Media, Datastream, NYMEX và Wood Mackenzie, FPTs Research

Giá dầu mỏ¹ (WTI) đã phục hồi trở lại và dự báo sẽ ở mức 55-60 USD/thùng. Điều này sẽ giúp CNG tăng trưởng trở lại và gia tăng lợi nhuận ở thị trường có chi phí khai thác nguyên liệu khí cao như thị trường miền Bắc. Đồng thời, đây sẽ là động lực cho CNG vươn đến các thị trường ở xa nguồn khí thiên nhiên, do để phát triển được ở những thị trường này đòi hỏi giá dầu phục hồi mạnh hơn những năm 2016-2017 để gia tăng mức sinh lợi đủ hấp dẫn.



Theo dự báo của các tổ chức, giá dầu WTI bình quân hàng năm sẽ phục hồi ở mức 55-60 USD/thùng trong giai đoạn 2017-2019 và sau đó sẽ tăng lên mức 60-70 USD/thùng trong giai đoạn 2020-2022.

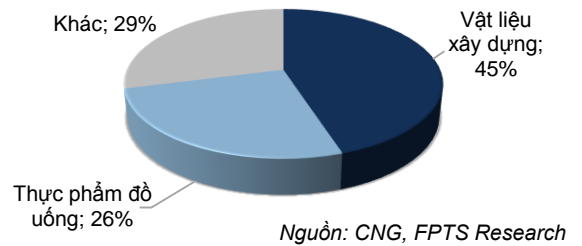
Dựa vào yếu tố về cung cầu cùng với giá vốn của các nguồn dầu mỏ, theo dự báo thận trọng của chúng tôi giá dầu bình quân hàng năm trong ngắn hạn vẫn sẽ ở mức 50-55 USD/thùng và giá dầu sẽ tăng lên mức 60 USD/thùng vào giai đoạn 2021-2022. Theo chúng tôi, giá dầu ở mức 60 USD/thùng sẽ chạm ngưỡng sản xuất của nhiều nguồn cung khi giá dầu ở mức thấp chưa khai thác được, do đó nó sẽ làm gia tăng nguồn cung dầu mỏ khiến giá dầu sẽ khó vượt qua mức này trong khi dự báo nhu cầu tăng trưởng dầu mỏ ngày càng giảm. (Xem chi tiết ở phụ lục dự báo giá khí - [tại đây](#))

¹ Giá dầu được sử dụng để dự báo trong phạm vi báo cáo này là giá dầu WTI.

Động lực mạnh mẽ từ triển vọng tăng trưởng của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp.

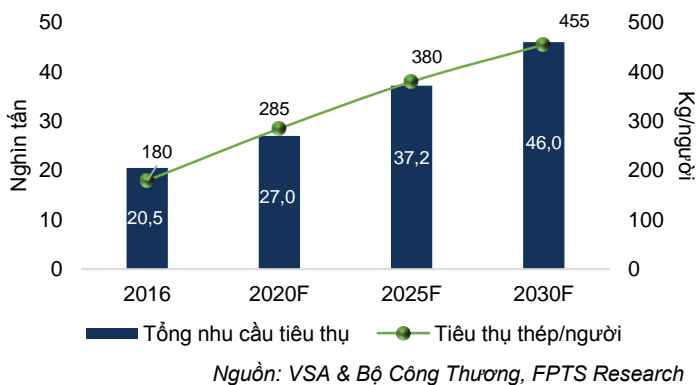
Sản phẩm khí nén của CNG chủ yếu cung cấp cho các nhà máy có sử dụng nhiệt năng trong quá trình sản xuất như các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng; chế biến như các doanh nghiệp thực phẩm đồ uống và được sử dụng làm nhiên liệu thay thế xăng dầu trong ngành giao thông vận tải.

Cơ cấu doanh thu CNG năm 2016

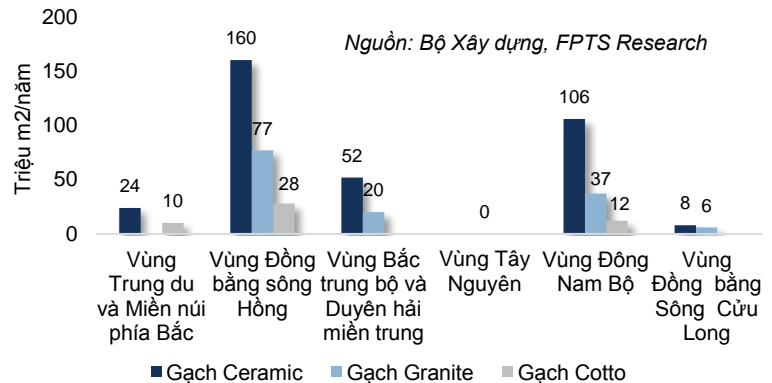


Đối với nhóm doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng, đây vẫn là nhóm khách hàng chủ lực của CNG chiếm khoảng 45,0% doanh thu với 48,0% sản lượng khí nén tiêu thụ năm 2016. Trong đó, ngành gạch ốp lát và sản xuất thép là hai ngành sử dụng khí làm nhiên liệu nhiều nhất. Theo dự báo của BMI, tăng trưởng thực của ngành xây dựng Việt Nam ước tính tăng trưởng 6,27% trong năm 2017 và trong giai đoạn 2017-2025 mức tăng trưởng thực bình quân khoảng 6,0%/năm. Với sự tăng trưởng tích cực của ngành xây dựng trong nước nên sản lượng thép sản xuất và tiêu thụ đạt được mức khá cao với mức tăng trưởng sản lượng sản xuất trong năm 2016 đạt 20,8% và trong 11T/2017 đã đạt 22,6%. Với tốc độ tăng trưởng ngành thép Việt Nam được dự báo ở mức 15%/năm trong 5 năm tới, sẽ giúp gia tăng sản lượng tiêu thụ nhiên liệu khí nén cho sản xuất thép.

Dự báo nhu cầu tiêu thụ thép của Việt Nam



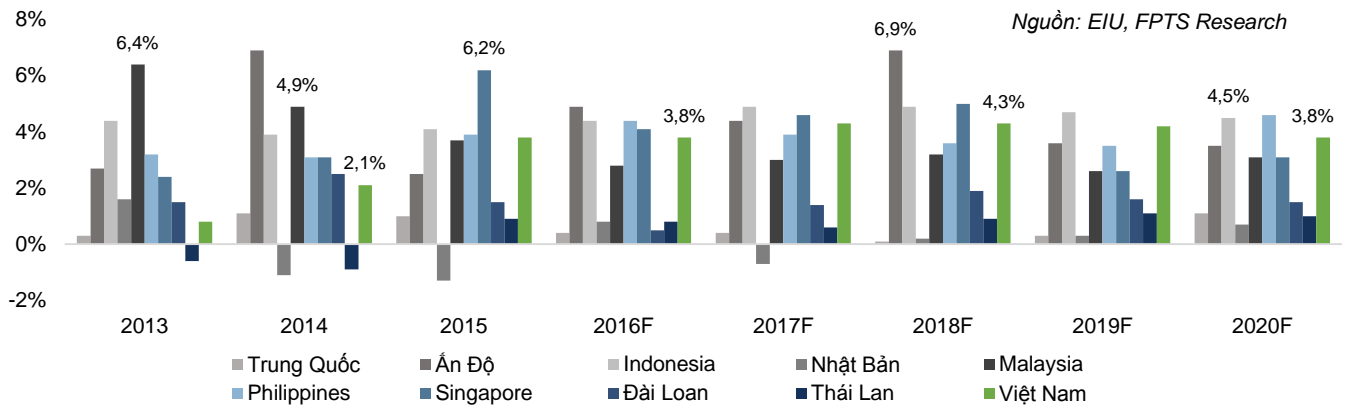
Quy hoạch sản xuất gạch ốp lát trong nước đến 2020



Bên cạnh đó, nhóm doanh nghiệp sản xuất gạch ốp lát cũng có nhiều triển vọng tích cực. Năm 2016, theo số liệu của Hiệp hội Gốm sứ Xây dựng Việt Nam, tổng sản lượng gạch ốp lát trong nước đạt gần 500 triệu m². Đối với công suất thiết kế của ngành gạch ốp lát trong nước, gạch ceramic chiếm 84% công suất thiết kế toàn ngành, 12% gạch granite và còn lại là các loại gạch khác như cotto, porcelain. Theo dự báo của Bộ Xây dựng, nhu cầu gạch ốp lát đến năm 2020 khoảng 540 triệu m²/năm. Trong đó, nhu cầu tiêu thụ gạch granite sẽ đạt 140 triệu m²/năm với tăng trưởng kép 20%, gạch ceramic gần 2% và gạch cotto khoảng 10%. Sự tăng trưởng này cùng với các ưu điểm vượt trội của nhiên liệu khí nén so với các nhiên liệu khác sẽ giúp mở rộng thị trường tiềm năng của CNG ở khu vực phía Bắc.

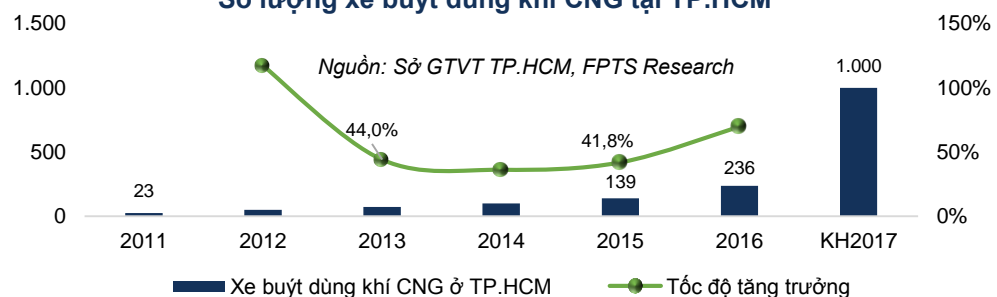
Nhóm doanh nghiệp sản xuất thực phẩm đồ uống chiếm tỷ lệ tiêu thụ khí nén lớn đóng góp khoảng 26% doanh thu với hơn 35% sản lượng khí nén của CNG năm 2016. Ngành thực phẩm và đồ uống trong nước cũng đang phục hồi với chỉ số sản xuất (theo số liệu của Tổng cục thống kê) từ 104,8 và 109,5 vào năm 2014 lên mức tương ứng 108,2 và 110,4 vào năm 2016, trong 11T/2017 chỉ số này cũng đã đạt 105,9 và 109,9. Đồng thời, tốc độ tăng trưởng của ngành đã dần phục hồi với mức cao từ 2,1% năm 2014 lên 3,8% vào năm 2016. Theo dự báo của EIU trong giai đoạn 2016-2020, tiêu thụ thực phẩm và đồ uống Việt Nam tăng trưởng với mức trung bình 4,1%/năm. Mặc dù không tăng trưởng cao như những nhóm ngành công nghiệp khác, nhưng mảng cung cấp khí cho nhóm khách hàng thực phẩm đồ uống vẫn sẽ đóng góp tỷ trọng tiêu thụ lớn cho CNG.

Tăng trưởng tiêu dùng Thực phẩm và Đồ uống



Đối với mảng cung cấp khí doanh nghiệp vận tải công cộng, đây là phân khúc tiềm năng bên cạnh mảng cấp khí cho các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp. Sử dụng nhiên liệu sạch, thân thiện môi trường vẫn đang là ưu tiên hàng đầu khi phát triển hệ thống giao thông công cộng và xe buýt sử dụng nhiên liệu CNG vẫn đang được khuyến khích phát triển trong tương lai gần. Đồng thời, so với xe dùng dầu diesel thì xe sử dụng khí CNG có động cơ vận hành êm, khí độc hại giảm từ 53-63%, khí CO₂ giảm 20%, không gây bụi và khói đen. Với những ưu điểm trên hiện nay, một số tỉnh đang thực hiện đề án triển khai xe buýt sử dụng nhiên liệu khí CNG thay cho diesel để giảm ô nhiễm môi trường gồm TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai và Quảng Ninh. Trong đó, TP.HCM là tiên phong trong công tác chuyển đổi xe diesel sang khí CNG.

Số lượng xe buýt dùng khí CNG tại TP.HCM



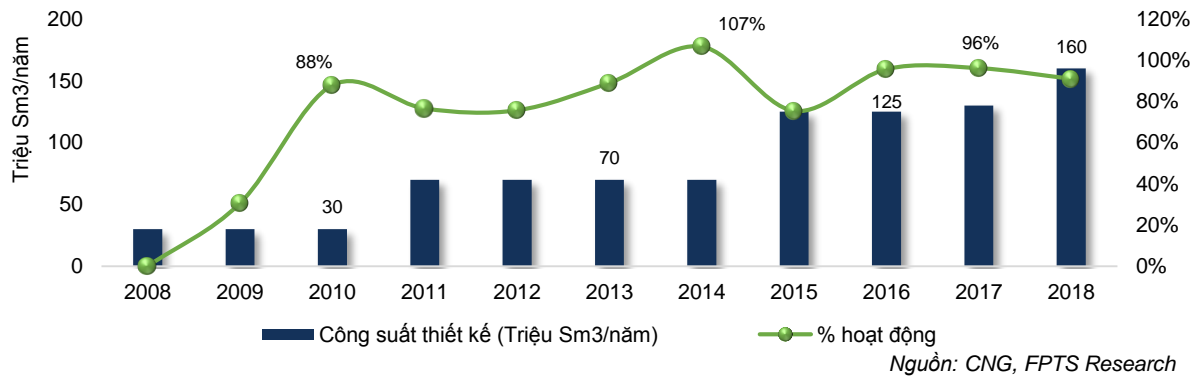
Sở Giao thông Vận tải TP.HCM đã có đề án đổi mới 1.680 xe buýt giai đoạn 2015-2017, UBND TP.HCM đã chấp thuận chính sách hỗ trợ cho các đơn vị vận tải đổi mới xe buýt, đặc biệt là các xe buýt sử dụng khí CNG. Theo thống kê của Sở Giao thông Vận Tải TP.HCM, năm 2016 số lượng xe buýt sử dụng CNG trên địa bàn TP.HCM là 236 xe tăng 10,3 lần so với năm 2011. Trong năm 2017, TP.HCM sẽ đẩy mạnh việc thay thế xe buýt dùng nhiên liệu diesel và số lượng xe buýt sử dụng CNG dự kiến sẽ đạt 1.000 xe.

Ngoài TP.HCM thì Bình Dương cũng đã khuyến khích các doanh nghiệp vận tải công cộng sử dụng xe buýt dùng nhiên liệu CNG. Năm 2016 Bình Dương đã đầu tư được 15 chiếc xe buýt dùng khí CNG với chủ đầu tư là Công ty TNHH Xe buýt Becamex Tokyu (Nhật Bản) với bên cung cấp khí là CNG. Bên cạnh đó, tỉnh Đồng Nai cũng đã có kế hoạch chuyển xe buýt sử dụng nhiên liệu diesel sang khí CNG. Trong đó, giai đoạn 2015-2020, sẽ tập trung thay thế khoảng 6 tuyến xe buýt đang hoạt động với 43 xe 60 chỗ và 119 xe 80 chỗ sang dùng nhiên liệu khí CNG. Tuy nhiên, hiện nay đề án vẫn chưa được thực hiện do chưa tìm được về nhà sản xuất xe buýt dùng khí CNG phù hợp.

Trong mảng cung cấp khí CNG cho xe buýt thì PGS có thị phần lớn nhất ở khu vực TP.HCM. Do đó, CNG VN sẽ khó khăn để phát triển ở thị trường lớn này. Tuy nhiên, CNG vẫn có nhiều thế mạnh ở thị trường khác như Bình Dương, Đồng Nai và Quảng Ninh.

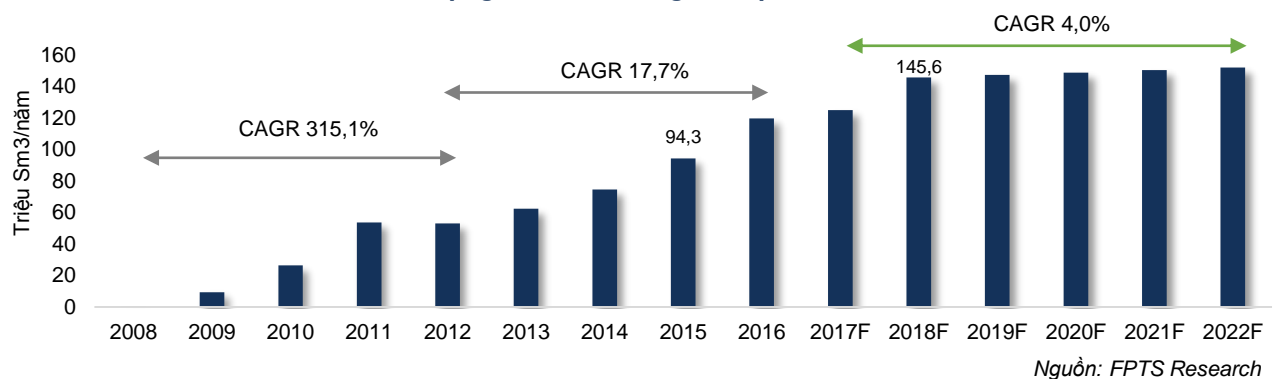
Tiếp tục nâng công suất để gia tăng khả năng cung cấp khí nén. Theo dự kiến, CNG sẽ đầu tư nâng công suất nhà máy thêm 30 triệu Sm³ vào năm 2018 và như vậy tổng công suất cung cấp khí nén cả nước của CNG sẽ tăng lên 160 triệu Sm³/năm.

Công suất thiết kế nhà máy nén khí Phú Mỹ của CNG VN



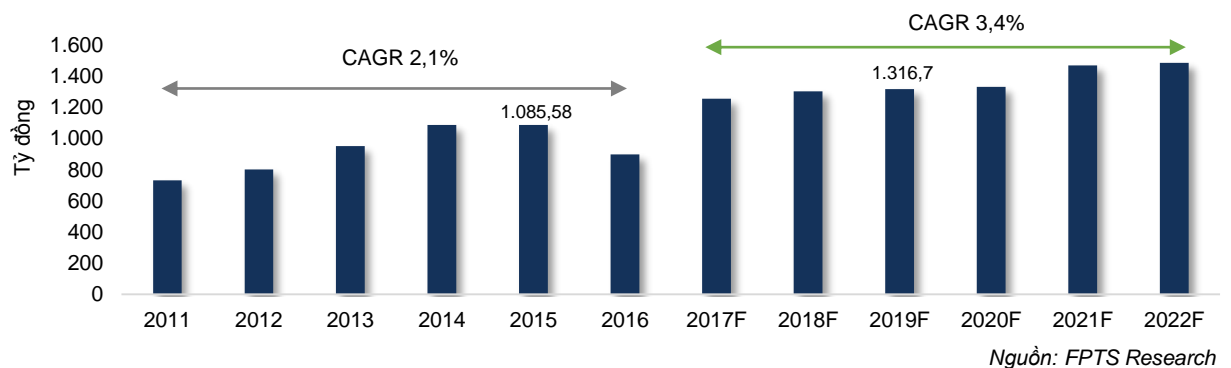
Việc nâng công suất nhà máy năm 2018 của CNG VN chủ yếu phục vụ cho thị trường miền Nam, thị trường miền Bắc chỉ cung cấp cho khách hàng hiện hữu với sản lượng 27 triệu Sm³/năm từ nguồn khí CNG VN đã ký hợp đồng với PVGasD với sản lượng 30 triệu m³/năm.

Sản lượng khí của CNG giai đoạn 2008-2022



CNG vẫn còn tiềm năng tăng trưởng tốt về sản lượng khí cung cấp. Trong đó, đóng góp nhiều nhất là khách hàng lớn đã hợp tác với CNG lâu dài, đặc biệt là các hợp đồng cung cấp khí nén độc quyền tại các khu công nghiệp. Đồng thời, CNG sẽ đẩy mạnh tìm kiếm các khách hàng ở khu vực xa nguồn khí hơn và những doanh nghiệp có nhu cầu khí nén mới gia nhập ngành. Tuy nhiên, hiện nay các khách hàng tiêu thụ khí với số lượng lớn đều đã chuyển sang sử dụng khí nén. Do đó theo ước tính của chúng tôi, tốc độ tăng trưởng kép sản lượng khí của CNG trong giai đoạn 2017-2022 sẽ đạt 4,0%/năm, thấp hơn so với mức 17,7% trong giai đoạn 2012-2016.

Doanh thu dự phóng giai đoạn 2017-2022



Với những dự báo triển vọng tích cực về sản lượng khí cung cấp của CNG trong tương lai. Đồng thời, thị trường dầu mỏ được dự báo phục hồi sẽ cải thiện tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của CNG trong những năm tới. Với những triển vọng tích cực trên, chúng tôi dự báo doanh thu của CNG sẽ đạt 1.529,7 tỷ đồng vào năm 2022 với tốc độ tăng trưởng kép dự báo đạt 3,4%/năm.

II. KHẢ NĂNG SINH LỢI

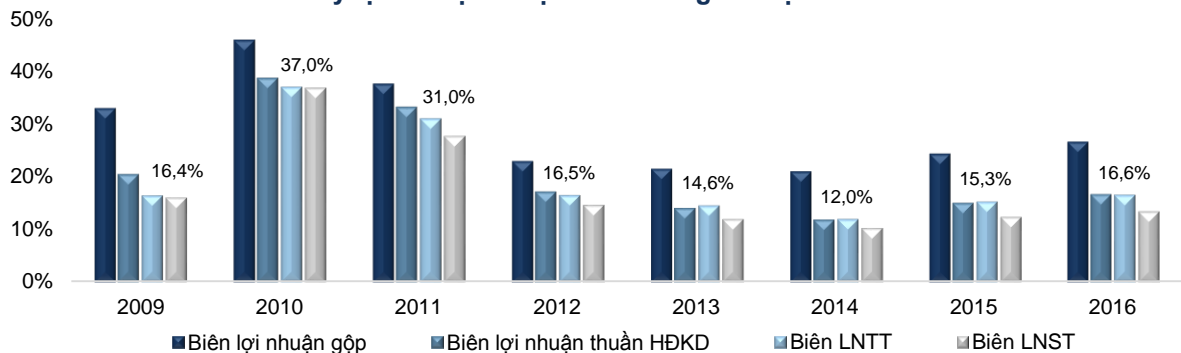
Khí thiên nhiên nén (CNG) hiện nay là mảng kinh doanh có tỷ suất sinh lợi cao nhất ở phân khúc hạ nguồn so với các mảng kinh doanh khác như LPG hay khí thấp áp. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp của CNG năm 2016 đạt 26,8% trong khi biên lợi nhuận gộp của PGS chỉ đạt 18,9%.

Bảng tỷ suất sinh lợi của các doanh nghiệp ngành khí theo mảng hoạt động

Doanh nghiệp	Mảng kinh doanh	Biên lợi nhuận gộp (2016)	Biên lợi nhuận ròng (2016)
PVGas South (PGS)	LPG (gas)	18,9%	6,9%
Gas Petrolimex (PGC)	LPG (gas)	25,1%	4,7%
PVGas D (PGD)	Khí thấp áp	17,5%	4,7%
CNG Việt Nam (CNG)	CNG (khí nén)	26,8%	13,5%

Mảng kinh doanh của CNG tạo ra nhiều giá trị gia tăng hơn do CNG mua khí thiên nhiên và trải qua công đoạn nén khí để gia tăng khả năng vận chuyển ở khu vực xa mà khí thấp áp không thực hiện được. Đối với mảng kinh doanh LPG, hiện nay các công ty chủ yếu mua LPG từ PVGas và nhập khẩu sau đó chiết nạp để phân phối lại nên giá trị gia tăng không cao dẫn đến tỷ suất lợi nhuận thấp so với mảng cung cấp khí nén.

Các tỷ lệ biên lợi nhuận của CNG giai đoạn 2009-2016

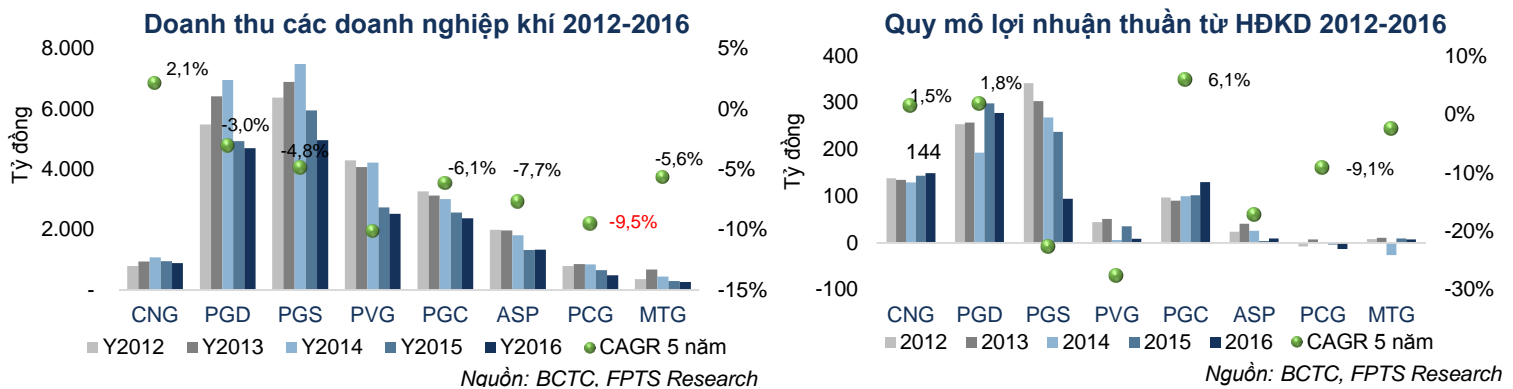


Nguồn: BCTC CNG, FPT Research

Bên cạnh đó hiệu quả quản lý chi phí của CNG ngày càng tốt hơn dẫn đến biên lợi nhuận cũng được cải thiện. Đặc thù mảng kinh doanh khí nén có hệ thống phân phối trực tiếp từ nhà sản xuất đến khách hàng công nghiệp và không thực hiện qua hệ thống phân phối hay cửa hàng như mảng kinh doanh LPG nên chi phí bán hàng của CNG chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong doanh thu, trong giai đoạn 2010-2014 chỉ chiếm dưới 1% doanh thu, mặc dù trong giai đoạn 2015-2016 tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu của CNG tăng mức 2-3% do thực hiện mở rộng sang thị trường miền Bắc nhưng tỷ lệ gia tăng chi phí bán hàng không đáng kể so với gia tăng lợi nhuận từ việc phát triển thị trường mới này. Chi phí quản lý doanh nghiệp của CNG có những cải thiện khá lớn từ 89,4 tỷ đồng năm 2014 đến năm 2016 chỉ còn 63,0 tỷ đồng. Trong thời những năm trở lại đây áp lực lãi vay của CNG khá thấp với chi phí lãi vay ngày càng giảm mạnh, do hoạt động kinh doanh có hiệu quả và dòng tiền khá tốt nên CNG thực hiện trả bớt nợ gốc vay đến 9 tháng đầu năm 2017 nợ vay của CNG chỉ còn khoảng 1,4 tỷ đồng.

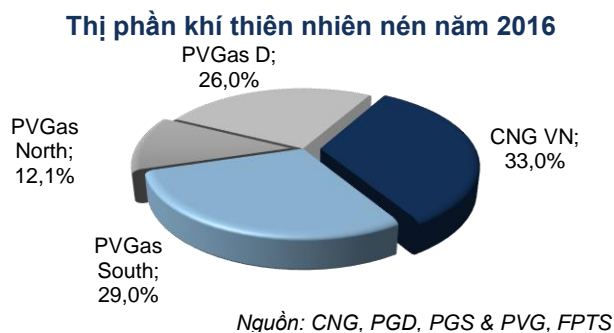
Trong giai đoạn 2017-2022, chi phí bán hàng của CNG được kỳ vọng sẽ duy trì 2,0-2,3% doanh thu, gần với mức trung bình năm 2015-2016 vì CNG VN sẽ không tốn nhiều chi phí tìm kiếm khách hàng do tập trung thị trường chủ lực là miền Nam. Chi phí quản lý doanh nghiệp được dự báo sẽ duy trì ở mức 7,2-7,5% doanh thu, do tỷ lệ chi phí quản lý so với doanh thu của CNG VN khá ổn định và ít biến động.

Quy mô doanh thu nhỏ nhưng quy mô lợi nhuận đứng thứ ba trong ngành khí



Mặc dù quy mô doanh thu của CNG thấp hơn nhiều so với những doanh nghiệp khí khác trong ngành, tuy nhiên quy mô lợi nhuận của CNG vẫn ở vị trí cao so với các doanh nghiệp khí có quy mô lớn khác. Trong 4 năm từ 2012-2015, CNG luôn đứng vị trí thứ ba về quy mô lợi nhuận hoạt động với 144 tỷ đồng/năm chỉ thấp hơn 1,9 lần so với PGD (có quy mô doanh thu gấp 5,1 lần CNG) và 1,7 lần so với PGS (quy mô doanh thu gấp 4,8 lần CNG). Trong năm 2016, CNG đã vượt lên PGS về quy mô lợi nhuận hoạt động và chỉ sau PGD.

Vị thế doanh nghiệp đứng đầu trong mảng cung cấp khí nén Việt Nam



CNG là doanh nghiệp lớn nhất trong mảng cung cấp khí nén với 33,0% thị phần cả nước. Mặc dù quy mô doanh thu thấp hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành, tuy nhiên với lợi thế là công ty con của PVGas – doanh nghiệp trung nguồn duy nhất và chi phối ngành khí giúp CNG có lợi thế về nguồn khí thiên nhiên đầu vào và phân chia thị trường tránh chồng chéo giữa công ty con khác của PVGas như PGS, PGD, PVG với CNG.

Ngoài việc chiếm lĩnh vị trí dẫn đầu về thị phần trong nhiều năm nay, bên cạnh đó xét về tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 2012-2016, CNG vượt xa các doanh nghiệp khác trong ngành như PGD, PGS hay PGC. Có thể thấy, hiệu quả quản lý chi phí trong giai đoạn 2012-2016 của CNG vượt trội so với các doanh nghiệp khác trong ngành khí.

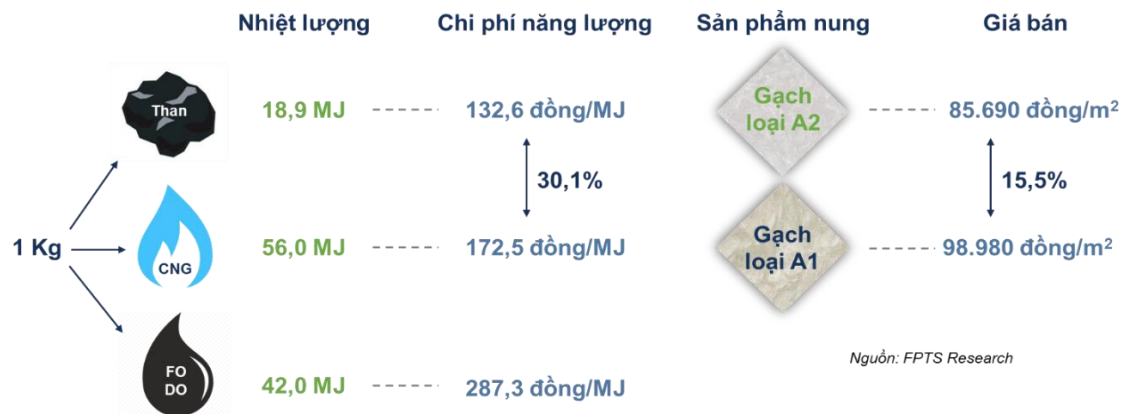
Với lợi thế là doanh nghiệp tiên phong và có vị thế lớn trong mảng cung cấp khí nén, do đó CNG cũng có những lợi thế đáng kể đối với khách hàng. CNG là nhà cung cấp khí nén có kinh nghiệm nhất và có thị phần cung cấp khí nén lớn nhất trong nước hiện nay. Đồng thời, với những lợi thế về tính ưu việt của khí nén như nhiệt lượng tỏa ra cao và thân thiện với môi trường hơn so với các nhiên liệu thay thế khác như LPG, DO, FO, than.

So sánh các loại nhiên liệu

	Khí CNG	Khí thấp áp	Khí LPG	Dầu DO, FO	Than đá
Cấu tạo	Methane (CH ₄)	Methane (CH ₄)	Propan (C ₃ H ₈) và butan (C ₄ H ₁₀)	Hỗn hợp hydrocarbon DO: C ₁₀ - C ₁₅ FO: > C ₁₅	Chủ yếu C và các nguyên tố H, S, N, O
Trạng thái	Khí	Khí	Lỏng	Lỏng	Rắn
Áp suất (bars)	250	12-31	0,03-1	0,4-1	
Nhiệt trị (MJ/Kg)	38-42	38-42	50	42-45	19-20
Vận chuyển	Xe bồn, đường ống	Đường ống	Xe bồn, đường ống	Xe bồn, tàu	Xe tải, xà lan
Chi phí tỏa nhiệt (Đồng/MJ)	202	191	251	287	163

Bên cạnh đó, khi ký hợp đồng cung cấp khí nén khách hàng tốn chi phí xây dựng và lắp đặt trạm giảm áp ở nhà máy của khách hàng nên việc khách hàng chuyển đổi sang các nhiên liệu khác cũng sẽ khó khăn và tốn chi phí. Đồng thời, theo thống kê từ khách hàng sử dụng khí nén, khi sử dụng khí nén làm nhiên liệu nung sẽ cho ra những sản phẩm có chất lượng cao hơn các nhiên liệu thay thế khác như than.

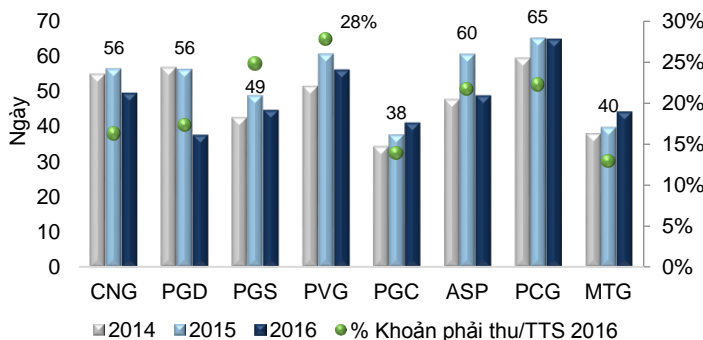
So sánh chi phí và chất lượng sản phẩm gạch ốp lát khi chọn nhiên liệu nung



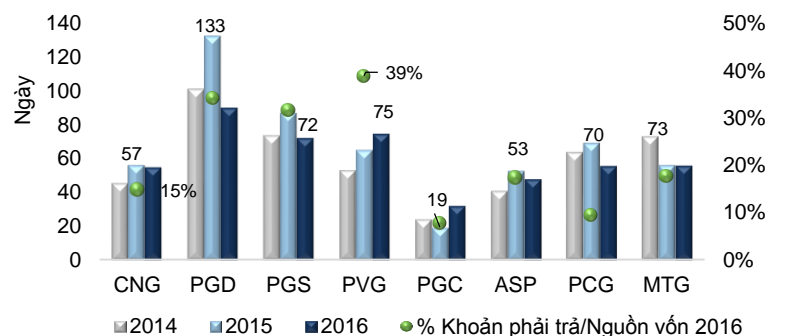
(*) Mô hình so sánh cho nhà máy có chi phí bảo dưỡng đạt 10 tỷ đồng/năm và công suất 6,5 triệu m²/năm.

Với những lợi thế trên, sẽ giúp CNG có lợi thế trong việc đàm phán giá bán cũng như thế mạnh trong thu hồi khoản phải thu của khách hàng. Cụ thể số ngày phải thu của CNG ngày càng được cải thiện, với số ngày phải thu từ 55 ngày năm 2014 thì đến năm 2016 chỉ còn 50 ngày.

Số ngày quay vòng khoản phải thu 2010-2016

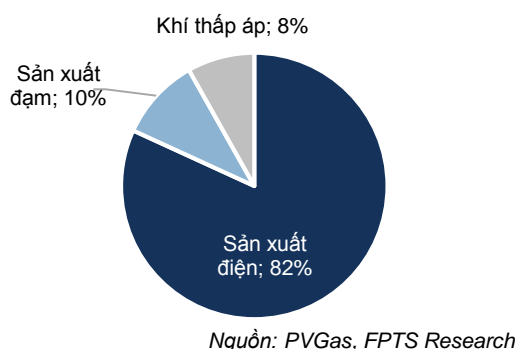


Số ngày quay vòng khoản phải trả 2014-2016



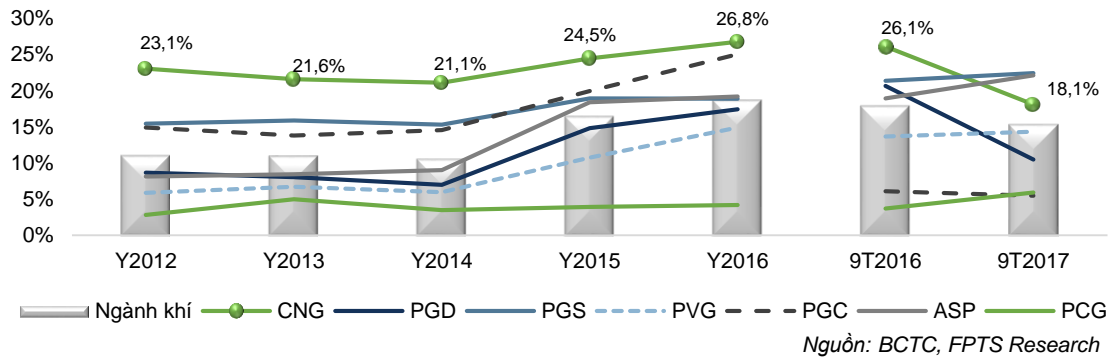
Đối với nhà cung cấp, hiện nay nhà cung cấp khí cho CNG VN là PVGas cũng là công ty mẹ của CNG VN nên khả năng đàm phán nguồn khí và công nợ sẽ thuận lợi. Năm 2016, nợ phải trả của CNG VN thấp chỉ khoảng 15% doanh thu với số ngày phải trả khoảng 57 ngày nhiều hơn 7 ngày so với thời gian phải thu giúp cho CNG VN cân đối dòng tiền giữa phải thu và khoản phải trả.

Cơ cấu tiêu thụ khí của PVGas 2016



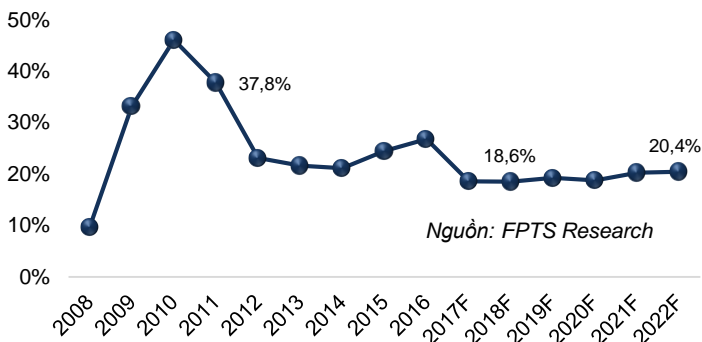
Đối với nguồn khí, nguyên liệu khí của CNG được PVGas cung cấp với tính ổn định cao, mặc dù theo cơ chế phân phối khí thiên nhiên của PVGas ưu tiên cho sản xuất điện, đạm và sau cùng là dành cho công nghiệp. Tuy nhiên, tỷ lệ khí thiên nhiên dành cho sản xuất công nghiệp chỉ khoảng 8% trong tổng nguồn khí của PVGas, do đó rủi ro nguồn khí từ PVGas không lớn. Đồng thời, **CNG đã nghiên cứu và sẵn sàng cho hoạt động cung cấp khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) để phân phối cho khách hàng ở xa nguồn khí hơn cũng như để đối phó khi nguồn khí trong nước giảm xuống mức thấp.**

Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp khí 2012-9T2017

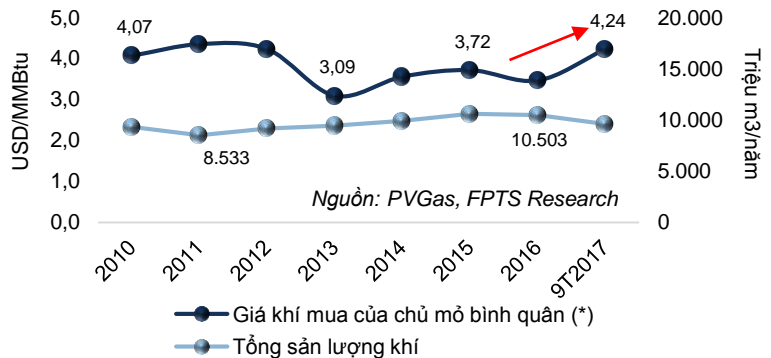


Giá bán khí của PVGas cung cấp cho CNG VN được neo theo giá dầu FO, nên giá dầu tăng sẽ tác động đến chi phí sản xuất của CNG VN. Tuy nhiên, giá dầu tăng không phải là rủi ro chính tác động đến biên lợi nhuận gộp của CNG VN. Trong đó rủi ro lớn nhất là nguồn khí thiên có chi phí rẻ đã sắp hết, do đó PVGas sẽ tăng tỷ lệ tham chiếu theo giá dầu FO làm cho chi phí nguyên liệu khí tăng dẫn đến biên lợi nhuận gộp của CNG trong 9 tháng đầu năm 2017 giảm xuống mức 18,1% thấp so với mức 26,1% của cùng kỳ năm 2016, nhưng CNG vẫn duy trì mức biên lợi nhuận gộp cao so với mức 15,3% của trung bình ngành.

Biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2008-2022



Giá khí mua của các chủ mỏ



(*) Giá khí được ước tính từ giá vốn thu mua khí và sản lượng khí thu gom của PVGas.

Theo đánh giá của chúng tôi, doanh thu của CNG VN sẽ tiếp tục tăng từ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ của khách hàng và sự phục hồi của giá dầu. Đối với chi phí nguyên liệu, chúng tôi cho rằng chi phí nguyên liệu khí sẽ tăng trong tương lai. Ngoài vấn đề về giá dầu, một điểm khác đáng lưu ý là chi phí khai thác của các nguồn khí trong nước đang tăng vì vậy có khả năng PVGas sẽ tăng tỷ lệ tham chiếu giá bán khí thiên nhiên trong nước dẫn đến chi phí nhiên liệu khí tăng với tốc độ nhanh hơn so với những năm trước.

Từ những phân tích và đánh giá ở trên theo chúng tôi, biên lợi nhuận gộp của CNG VN sẽ giảm trong tương lai nhưng sẽ không biến động quá mạnh do CNG VN đã giảm thiểu rủi ro bằng việc đàm phán giá mua khí theo giá dầu và giá bán khí cho khách hàng theo biến động của giá dầu mỏ (xem thêm phụ lục giá bán khí – [tại đây](#)). Cụ thể, mức biên lợi nhuận gộp dự báo sẽ giảm so với mức 25,8% của giai đoạn 2011-2016 với biên lợi nhuận gộp bình quân trong giai đoạn 2017-2020 của CNG VN được chúng tôi dự báo ở mức 18,6%/năm. Biên lợi nhuận gộp của CNG VN được kỳ vọng sẽ cải thiện và trở về mức 20,4%/năm nhờ sự phục hồi của giá dầu trong giai đoạn 2021-2022.

III. RỦI RO

- Rủi ro kinh doanh:** Khách hàng của CNG chủ yếu là khách hàng công nghiệp với sản lượng khí nén cần cung cấp hàng năm lớn và hợp tác lâu năm với CNG. Đồng thời, khí nén là nhiên liệu sạch giúp khách hàng tạo ra sản phẩm chất lượng tốt hơn so với các nhiên liệu khác. Do đó, chúng tôi đánh giá rủi ro về hoạt động kinh doanh của CNG không đáng kể.

- **Rủi ro giá dầu:** Giá nguyên liệu khí đầu vào của CNG được PVGasD neo theo giá dầu, do đó giá dầu biến động sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của CNG. Tuy nhiên, để giảm thiểu rủi ro từ biến động giá dầu CNG đã thực hiện chính sách chiết khấu giá bán khí theo biến động của giá dầu FO và DO, biến động giá đầu vào và đầu ra cùng theo giá dầu sẽ giúp hạn chế tác động từ biến động của giá dầu mở đến biên lợi nhuận của CNG.
- **Rủi ro nguồn khí:** khí thiên nhiên cũng như dầu mỏ và than đá là nhiên liệu hóa thạch có trữ lượng giới hạn. Theo ước tính của BP, trữ lượng khí thiên nhiên đã được chứng minh ở Việt Nam vào khoảng 617,1 tỷ m³ với tốc độ khai thác như hiện nay thì nguồn khí có thể duy trì trong 57,6 năm nữa. Do đó, việc nguồn khí trong nước sẽ hết trong tương lai sẽ là rủi ro nguyên liệu cho các doanh nghiệp khí nói chung và CNG nói riêng. Để dự phòng rủi ro giảm nguồn cung trong nước, CNG đã nghiên cứu và sẵn sàng cho việc nhập khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) để bù đắp khi xảy ra thiếu hụt nguồn cung trong nước đồng thời đón đầu tiêu thụ LNG trong thời gian tới.
- **Rủi ro cạnh tranh:** mặc dù với quy mô tài sản nhỏ hơn so với các doanh nghiệp trong ngành khí. Tuy nhiên, với cơ chế của Tổng công ty (PVGas) về phân chia thị phần ở thị trường miền Nam với PGS và lợi thế kinh nghiệm kinh doanh khí CNG hơn PVG ở thị trường miền Bắc. Đồng thời, khả năng gia nhập ngành khí khá thấp do PVGas kiểm soát thị trường trung nguồn trong nước. Do đó, rủi ro cạnh tranh của CNG khá thấp.
- **Rủi ro lãi suất:** Trong những năm gần đây, CNG hạn chế đầu tư lớn như giai đoạn trước khiến nhu cầu vay nợ dài hạn giảm nên CNG đã thanh toán các khoản nợ dài hạn. Do đó, CNG không bị ảnh hưởng nhiều bởi biến động của lãi suất thị trường.
- **Rủi ro tỷ giá:** CNG chỉ tập trung bán khí nén ở thị trường trong nước, vì vậy tỷ giá ảnh hưởng không ảnh hưởng nhiều đến doanh thu và lợi nhuận của CNG.
- **Rủi ro pha loãng cổ phiếu:** tính đến 31/09/2017 thì CNG có 229,6 tỷ đồng tiền và tương đương tiền, với số lượng tiền và tương đương tiền hiện có đủ cho CNG thực hiện nâng cấp nhà máy năm 2018 và đầu tư duy trì trong những năm tiếp theo nên CNG chưa có kế hoạch tăng vốn. Những năm trước đây, CNG có thực hiện phát hành riêng lẻ và ESOP nhưng rủi ro pha loãng của những đợt phát hành này khá thấp. Tính đến hiện tại và dự báo trong tương lai, chúng tôi nhận thấy CNG VN rất ít rủi ro pha loãng cổ phiếu.

IV. ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ VỀ BAN LÃNH ĐẠO

Kinh nghiệm và quá trình hoạt động. Chủ tịch HĐQT Nguyễn Thị Hồng Hải là người có nhiều kinh nghiệm với hơn 23 năm gắn bó trong lĩnh vực Dầu khí, và giữ vai trò quan trọng ở các công ty thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam từ thập niên 90. Bà Nguyễn Thị Hồng Hải trở thành thành viên của CNG từ năm 2011 và đảm nhận những vị trí quan trọng như Phó tổng Giám đốc tài chính, thành viên HĐQT kiêm Phó giám đốc, sau đó bà trở thành chủ tịch HĐQT của CNG từ tháng 04/2017. Với kinh nghiệm từ những vị trí chiến lược ở các công ty thành viên của Tập đoàn Dầu khí và thời gian gắn bó lâu dài với CNG, có thể thấy bà Nguyễn Thị Hồng Hải là người có độ từng trải và am hiểu lớn về ngành Dầu khí nói chung và ngành Khí nói riêng. Ông Vũ Văn Thực – Nguyên Giám đốc CNG, trước khi trở thành Giám đốc CNG thì ông Vũ Văn Thực đã đảm nhận vị trí Phó Giám đốc Công ty Cổ phần Kinh doanh khí miền Nam (PGS) – Công ty cung cấp khí gas và khí nén có thị phần lớn nhất miền Nam và trước đây PGS là công ty mẹ của CNG. Dưới sự dẫn dắt của bộ máy lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm và am hiểu về thị trường dầu khí nói chung và ngành khí nói riêng, CNG đã có những tăng trưởng đáng ghi nhận mặc dù giá dầu sụt giảm vào những năm gần đây.

Định hướng chiến lược: bắt đầu hoạt động từ năm 2007-2008, với thị trường miền Nam là thị trường chính của CNG. Khởi đầu từ thị trường có lợi thế nguồn khí dồi dào, chi phí khai thác thấp và có số lượng khách hàng tiềm năng lớn. Trong 5 năm đầu hoạt động CNG đã có những tăng trưởng ấn tượng với doanh thu tăng 277,1% vào năm 2010 và 156,4% vào năm 2011 với biên lợi nhuận gộp luôn trên 30%/năm. Cuối năm 2014, nhận thấy tiềm năng phát triển thị trường khí mỏ Khí Hàm Rồng –Thái Bình

hoàn thành vào năm 2015 cùng với giá dầu mỏ đang ở mức cao, CNG đã thực hiện đầu tư mở rộng sang thị trường miền Bắc. Mặc dù không có nhiều lợi thế như thị trường miền Nam, khu vực miền Bắc với nguồn khí thiên nhiên có chi phí khai thác cao cùng với thời điểm giá dầu lao dốc, nhưng trong hai năm đầu mở rộng thị trường năm 2015 và 2016 CNG đã có những tăng trưởng ấn tượng với sản lượng tăng hơn 26%/năm, biên lợi nhuận tăng từ 21,1% năm 2014 lên 24,5% năm 2015 và 26,8% vào năm 2016.

Hoạt động đầu tư: CNG tiếp tục gia tăng thị phần khí nén trong nước.

- Nhà máy nén khí hiện tại của CNG có công suất thiết kế gần 100 triệu $\text{Sm}^3/\text{năm}$ và đã đạt 97,3% công suất vào năm 2016. CNG sẽ tiếp tục nâng công suất nhà máy nén thêm 30 triệu $\text{Sm}^3/\text{năm}$ vào năm 2018 để phục vụ khách hàng thị trường miền Nam.
- Đối với thị trường miền Bắc, do triển vọng của giá dầu năm 2017 chưa phục hồi như kỳ vọng cùng với chi phí nguyên liệu khí trong nước tăng khiến biên lợi nhuận ở thị trường này khá thấp dẫn đến kết quả 9T/2017 của CNG giảm so với cùng kỳ năm 2016. Vì vậy đối với thị trường miền Bắc, CNG sẽ không tiếp tục mở rộng trong thời gian tới và chỉ duy trì sản lượng cung cấp cho khách hàng đã ký hợp đồng với nguồn khí nén CNG mua từ PVGasD, nguồn khí này đã được hai bên ký hợp đồng cung cấp dài hạn 30 triệu $\text{Sm}^3/\text{năm}$, điều này giúp CNG giữ uy tín với khách hàng đồng thời giảm thiểu rủi ro phải đầu tư nhà máy ở thị trường này. Bên cạnh đó, việc giữ uy tín với khách hàng giúp CNG có cơ hội tiếp tục mở rộng thị trường miền Bắc, khi giá dầu phục hồi mạnh trở lại.
- Chúng tôi đánh giá quyết định đầu tư của Ban lãnh đạo trong thời gian qua là đúng đắn, mặc dù kết quả kinh doanh 9T/2017 chưa được như mong đợi do sự biến động khó lường của giá dầu, tuy nhiên theo đánh giá việc CNG không xây dựng nhà máy khi thị trường miền Bắc nhiều rủi ro đồng thời việc nâng công suất nhà máy ở thị trường miền Nam thêm 30 triệu Sm^3 vào năm 2018 sẽ đón đầu sự phục hồi của giá dầu khi CNG tiếp tục mở rộng thị trường.

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

1. Giá định

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu – FCFE. Do CNG đã hoàn thiện những đầu tư cơ bản cho hoạt động sản xuất kinh doanh, đồng thời nguồn vốn chủ sở hữu của CNG còn khá nhiều so với những yêu cầu đầu tư nâng cấp và không cần sử dụng quá nhiều nợ nên cơ cấu vốn của CNG ít thay đổi theo từng năm nên phương pháp FCFE sẽ phù hợp nhất để định giá doanh nghiệp trong giai đoạn này.

Tham số định giá			
Giai đoạn dự phóng chi tiết		Giai đoạn tăng trưởng dài hạn	
Lãi suất phi rủi ro	6,45%	D/E mục tiêu	25,00%
Beta (U)	0,81	Ke mục tiêu	14,77%
Equity risk premium (ERP)	8,57%		
SLCP hiện tại (triệu CP)	27,0	Thuế suất tại năm cuối dự phóng	20,0%
SLCP pha loãng tối đa (triệu CP)	27,0	Tăng trưởng dài hạn	1,0%

- Lãi suất phi rủi ro:** chúng tôi lựa chọn lãi suất phi rủi ro là lợi suất đáo hạn (YTM) của trái phiếu chính phủ kỳ hạn 15 năm theo thống kê giao dịch trên thị trường trái phiếu tháng 10 năm 2017.

- **Beta (U)²:** do tính thanh khoản của cổ phiếu CNG trong thời gian qua khá thấp, do đó để phản ánh đúng rủi ro thị trường và rủi ro của biến động giá dầu nên thận trọng chúng tôi giả định beta (U) của CNG bằng beta (U) của ngành khí với mức 0,81.
- **Tốc độ tăng trưởng dài hạn:** tốc độ tăng trưởng của ngành khí toàn cầu khoảng 2-3%/năm, nên chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn của CNG thận trọng ở mức 1,0%/năm sau giai đoạn dự phóng chi tiết 2017-2022.
- **Mô hình dự phóng:** mô hình dự phóng được chia thành hai giai đoạn gồm giai đoạn tăng trưởng nhanh và giai đoạn tăng trưởng bền vững. Chúng tôi giả định giai đoạn tăng trưởng nhanh của CNG kéo dài trong 5 năm từ năm 2017 đến năm 2022, vì nhà máy nén khí Phú Mỹ đã đầu tư hoàn thiện có công suất 100 triệu Sm³/năm và sẽ nâng cấp lên thêm 30 triệu Sm³/năm vào năm 2018 để cung cấp cho những khách hàng hiện hữu và khách hàng tiềm năng ở thị trường miền Nam. Đối với thị trường miền Bắc, CNG sử dụng nguồn khí nén mua trực tiếp từ PVGas qua đường ống của PVGasD với sản lượng cung cấp 30 triệu Sm³/năm đủ cho CNG cung cấp cho khách hàng hiện hữu ở thị trường này.

2. Kết quả dự phóng – Định giá

Tổng hợp kết quả định giá		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do giai đoạn tăng trưởng nhanh (46%)	tỷ đồng	330
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do giai đoạn tăng trưởng ổn định (54%)	tỷ đồng	384
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	tỷ đồng	350
Giá trị vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	1.066
Số lượng cổ phiếu pha loãng tối đa	triệu CP	27,0
Giá trị nội tại	VNĐ/CP	39.500

3. Phân tích độ nhạy

Bảng phân tích độ nhạy giá cổ phiếu CNG với tốc độ tăng trưởng dài hạn (Constant growth) và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (Ke)

Giá trị nội tại mỗi cổ phần (VNĐ)						
	Tăng trưởng dài hạn					
	39.500	0,0%	0,5%	1,0%	2,0%	3,0%
Ke	11,4%	46.400	47.200	48.100	50.200	52.800
	12,4%	43.700	44.300	45.000	46.600	48.600
	14,8%	38.600	39.000	39.500	40.400	41.600
	14,4%	39.300	39.700	40.100	41.200	42.400
	15,4%	37.500	37.800	38.200	39.100	40.000

² Beta (U) là beta đã được gỡ bỏ đòn bẩy tài chính với cấu trúc vốn trung bình tương ứng với thời gian dùng để tính Beta (L) – beta đã có đòn bẩy tài chính.

Bảng phân tích độ nhạy giá cổ phiếu CNG với biến động của Beta (U) và ERP

Giá trị nội tại mỗi cổ phần (VND)							
Giá dầu dài hạn (USD/thùng)							
ERP	39,500	40,00	50,00	55,00	60,00	70,00	80,00
	6,6%	40.600	42.300	43.100	43.900	45.600	47.200
	7,6%	38.600	40.000	40.800	41.500	43.000	44.500
	8,6%	36.800	38.100	38.800	39.500	40.800	42.100
	9,6%	35.300	36.500	37.100	37.700	38.900	40.100
	10,6%	33.900	35.000	35.600	36.100	37.200	38.300
	11,6%	32.700	33.700	34.200	34.700	35.700	36.700
	12,6%	31.700	32.600	33.000	33.500	34.400	35.300

4. Khuyến nghị đầu tư

Giá thị trường ngày 22/12/2017 là **30.500 đồng/CP**, giá trị nội tại mỗi cổ phiếu theo Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE là **39.500 đồng/CP**, mức giá này cao hơn giá thị trường **29,5%**, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CNG.

Những phân tích chi tiết về hoạt động kinh doanh – tài chính của Công ty CNG Việt Nam vui lòng tham khảo phần PHỤ LỤC phía dưới.

NỘI DUNG PHỤ LỤC

I. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP	15
1. Sơ lược về doanh nghiệp	15
2. Quá trình hình thành và phát triển	15
3. Cơ cấu cổ đông	16
4. Quá trình tăng quy mô vốn chủ sở hữu	17
5. Chuỗi giá trị kinh doanh của CNG	18
6. Vị thế của doanh nghiệp	20
II. TÌNH HÌNH KINH DOANH, TÀI CHÍNH	22
1. Doanh thu	22
1.1. Chính sách bán hàng	22
1.2. Tình hình chung về doanh thu	23
1.3. Cơ cấu doanh thu theo thị trường	24
1.4. Cơ cấu doanh thu theo khách hàng	25
1.5. Triển vọng tăng trưởng doanh thu	31
2. Lợi nhuận gộp	33
2.1. Cơ cấu chi phí sản xuất	33
2.2. Tỷ suất lợi nhuận gộp	34
2.3. Tình hình quản trị nguyên vật liệu	36
2.4. Dự phóng lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp	38
3. Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	39
4. Lợi nhuận trước thuế	40
5. Lợi nhuận sau thuế	42
6. Dòng tiền	43
7. Hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu	46
TÓM TẮT CÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG	48

PHỤ LỤC

I. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

1. Sơ lược về doanh nghiệp



Công ty Cổ Phần CNG Việt Nam (CNG VN) được thành lập vào ngày 28/05/2007. Công ty có trụ sở chính tại Tòa nhà GAS Tower, Số 61B đường 30/4, TP.Vũng Tàu và nhà máy sản xuất khí thiên nhiên nén (khí CNG) được đặt ở khu công nghiệp (KCN) Phú Mỹ, Bà Rịa – Vũng Tàu, đây là nhà máy khí thiên nhiên nén đầu tiên ở Việt Nam.

Hiện nay, CNG VN là một trong 4 doanh nghiệp cung cấp khí nén lớn nhất Việt Nam với tổng sản lượng hàng năm khoảng 119,6 triệu Sm³ khí với doanh thu khoảng 890,6 tỷ đồng vào năm 2016. Sản phẩm khí nén của CNG VN được tiêu thụ ở thị trường nội địa và chủ yếu tập trung ở thị trường miền Nam chiếm 77%, lượng còn lại được tiêu thụ ở thị trường miền Bắc. Trong thời gian tới, CNG VN sẽ tiếp tục nâng công suất nhà máy lên 160 triệu Sm³/năm để đẩy mạnh phát triển thị trường miền Nam, nhất là khu vực Tây Nam Bộ. Đây là thị trường tiềm năng, có nguồn khí dồi dào và chi phí thấp so với thị trường miền Bắc.

2. Quá trình hình thành và phát triển

CNG VN được thành lập với nguồn vốn chủ sở hữu 11,9 tỷ đồng vào năm 2007, sau 10 năm hoạt động nguồn vốn chủ sở hữu của CNG VN đã tăng lên 449,3 tỷ đồng vào năm 2017, tăng gần 38 lần. Ban đầu CNG VN chỉ hoạt động ở thị trường miền Nam với công suất sản xuất khoảng 30 triệu Sm³ khí/năm, đến nay khả năng sản xuất của CNG VN đã nâng lên gần 130 triệu Sm³ khí/năm và phát triển sang thị trường miền Bắc với công suất cung cấp 30 triệu Sm³/năm.

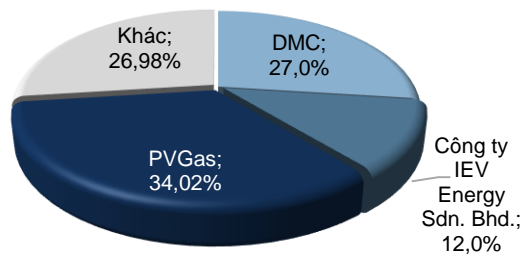
Từ khi thành lập đến nay CNG VN đã đi qua 3 giai đoạn phát triển chính:

- **Giai đoạn đầu tư 2007-2009**, ở những năm đầu mới thành lập với số vốn kinh doanh 11,9 tỷ đồng, CNG VN đầu tư nhà máy với công suất sản xuất chỉ khoảng 30 triệu Sm³ khí/năm cung cấp cho thị trường miền Nam, doanh thu chỉ đạt 75,7 tỷ đồng vào năm 2009.
- **Giai đoạn phát triển vượt bậc 2010-2014**, năm 2011 CNG VN hoàn thành dự án nâng công suất Nhà máy CNG Phú Mỹ lên 70 triệu Sm³ khí/năm. Số lượng khách hàng là các hộ công nghiệp sử dụng khí CNG tăng lên 21 khách hàng tại các khu vực Nhơn Trạch, Bình Dương, TP.HCM và Long An. Trong giai đoạn này doanh thu của CNG VN tăng trưởng vượt bậc từ 75,7 tỷ đồng đã đạt mốc 1.000 tỷ đồng vào năm 2014, tăng gấp 14 lần với tốc độ tăng trưởng kép 5 năm đạt 70,3%/năm về doanh thu và 55,9%/năm về lợi nhuận sau thuế.
- **Phát triển mở rộng thị trường sang miền Bắc 2015-2016**, năm 2015 CNG VN tiến hành mở rộng sang thị trường miền Bắc. Trong năm đầu phát triển ở thị trường này CNG VN đã ký hợp đồng với 4 khách hàng tiềm năng cung cấp 27,2 triệu Sm³ khí vào năm 2016 tương đương doanh thu 175,6 tỷ đồng và CNG VN đã vươn lên trở thành doanh nghiệp có thị phần khí nén lớn nhất cả nước, với mạng lưới ở cả hai miền Nam và Bắc. Đồng thời, Trạm cấp khí trung tâm tại KCN Mỹ Phước 3 (Bình Dương) chính thức đi vào hoạt động tháng 04/2015, gia tăng phạm vi vận chuyển khí đến các khách hàng của CNG VN ở thị trường miền Nam. Doanh thu trong giai đoạn này của CNG VN đạt 890,6 tỷ đồng với CAGR 5 năm khoảng 2,14%/năm và lợi nhuận sau thuế đạt 120,3 tỷ đồng với CAGR 5 năm khoảng 0,4%/năm. Sau 10 năm xây dựng và phát triển tổng tài sản của CNG VN đã đạt 686,4 tỷ đồng tăng gấp 54 lần so với năm 2007.

Hiện nay, CNG VN đang ở giai đoạn phát triển trong vòng đời của doanh nghiệp. Cơ sở cho nhận định này là ngành Công nghiệp khí Việt Nam chỉ đang ở giai đoạn phát triển với cơ sở hạ tầng đang trong quá trình xây dựng và dư địa tăng trưởng còn rất lớn với tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 4,0%/năm trong giai đoạn 2011-2016. Bên cạnh đó, tiêu thụ khí trên đầu người hàng năm của Việt Nam cũng tương đối thấp chỉ khoảng 116m³ khí/người thấp hơn cả Indonesia với 154m³ khí/người, Malaysia khoảng 1.311m³ khí/người và Thái Lan với 778m³ khí/người. Đồng thời, CNG VN vẫn sẽ tiếp tục nâng công suất của các nhà máy nén khí và mở rộng sang những thị trường tiềm năng khác.

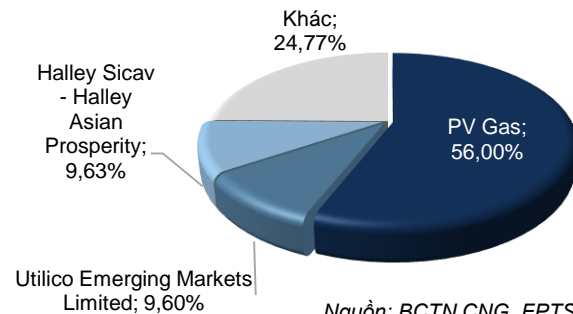
3. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu sở hữu CNG VN năm 2008



Nguồn: BCTN CNG, FPTs Research

Cơ cấu sở hữu CNG VN quý 3/2017



Nguồn: BCTN CNG, FPTs Research

Những ngày đầu thành lập năm 2007, CNG VN nhận sự góp vốn từ Tổng công ty Dung dịch khoan và Hóa phẩm dầu khí - CTCP (DMC) với 51% vốn điều lệ, Công ty IEV Energy Sdn. Bhd. (42% vốn điều lệ) và Công ty TNHH Sơn Anh (7% vốn điều lệ). Đến năm 2008, CNG VN tăng vốn điều lệ thông qua phát hành riêng lẻ cho PVGas với giá trị vốn góp 22,9 tỷ đồng tương đương 34,02% vốn điều lệ của CNG VN.

Trong giai đoạn 2009-2015, CNG VN là công ty con của PGS. Nhưng theo đề án tái cấu trúc của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (Tập đoàn, PVN) thì các công ty cấp ba trong hệ thống của Tập đoàn không được tổ chức theo mô hình công ty mẹ - công ty con. Do đó cuối quý 1/2016, PGS bán toàn bộ vốn tại CNG VN với 15,12 triệu cổ phiếu, chiếm 56,00% tổng số lượng cổ phiếu của CNG VN cho PVGas và PVGas trở thành cổ đông lớn nhất kể từ ngày 14/03/2016. Bên cạnh đó, tính đến quý 3 năm 2017 CNG VN còn có các cổ đông lớn khác là hai quỹ đầu tư nước ngoài Utilico Emerging Markets Limited chiếm 9,60% vốn điều lệ, Halley Sicav - Halley Asian Prosperity nắm 9,63% vốn điều lệ và còn lại 24,77% vốn điều lệ do cổ đông khác nắm giữ. Tháng 11/2017, Halley Asian Prosperity sáp nhập vào Samarang Asian Prosperity, nên Samarang Asian Prosperity trở thành cổ đông lớn của CNG VN.

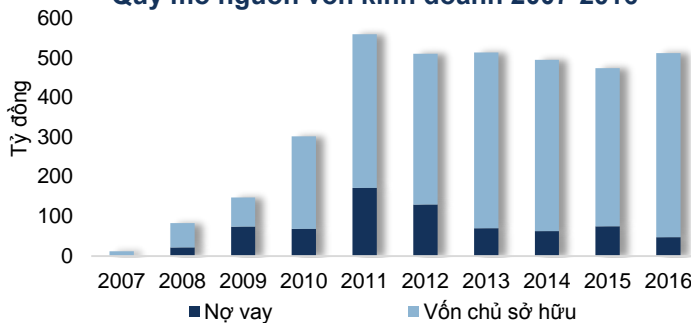
Từ khi thành lập đến nay, mặc dù có nhiều thay đổi về cơ cấu cổ đông nhưng PVGas luôn là cổ đông lớn của CNG VN, đây là nguồn lực hỗ trợ khá lớn cho CNG VN về nhiều mặt, trong đó quan trọng nhất là sự ổn định của nguồn khí nguyên liệu từ Công ty mẹ (PVGas).

Cổ đông có liên quan	Chức vụ	Số lượng cổ phiếu đại diện sở hữu	Tỷ lệ sở hữu	Số lượng cổ phiếu nắm giữ cá nhân	Tỷ lệ sở hữu
Nguyễn Thị Hồng Hải	Chủ tịch HĐQT	4.860.000	18,0%	0	0,00%
Vũ Văn Thực	Thành viên HĐQT, kiêm Giám đốc	4.860.000	18,0%	0	0,00%
Phạm Đình Đạt	Thành viên HĐQT chuyên trách	2.700.000	10,0%	0	0,00%
Bùi Văn Dân	Thành viên HĐQT, kiêm Phó Giám đốc	2.700.000	10,0%	0	0,00%
Lê Thị Thu Giang	Thành viên HĐQT độc lập	0	0,0%	625	0,00%
Nguyễn Nguyên Vũ	Phó Giám đốc kinh doanh	0	0,0%	4	0,00%
Trần Quang Đán	Phó Giám đốc đầu tư	0	0,0%	762	0,00%
Trương Mạnh Thắng	Phó Giám đốc kế hoạch	0	0,0%	0	0,00%
Nguyễn Mạnh Hùng	Kế toán trưởng	0	0,0%	0	0,00%
Phan Thị Kim Thoa	Trưởng Ban kiểm soát	0	0,0%	0	0,00%
Nguyễn Thị Kim Yến	Thành viên Ban kiểm soát	0	0,0%	0	0,00%
Nguyễn Quang Bá	Thành viên Ban kiểm soát	0	0,0%	0	0,00%

Theo thống kê vào thời điểm tháng 12/2017, số lượng cổ phần của CNG VN phần lớn do ban lãnh đạo nắm giữ, nhưng chủ yếu là đại diện sở hữu của Công ty mẹ (PVGas), các cá nhân có liên quan chỉ nắm giữ khoảng 1.391 cổ phiếu của CNG VN. Việc nắm giữ ít cổ phiếu của ban lãnh đạo sẽ làm sự gắn kết lợi ích với công ty và cổ đông sẽ không mạnh.

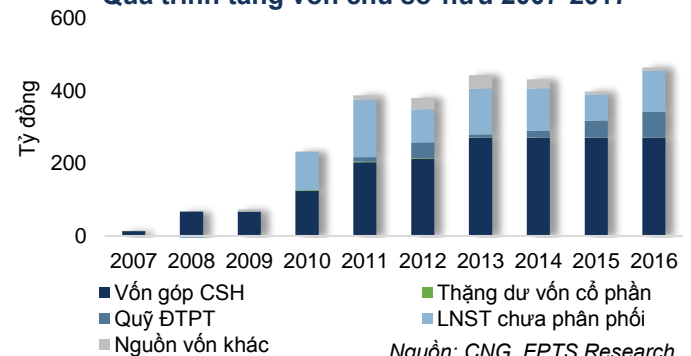
4. Quá trình tăng quy mô vốn chủ sở hữu

Quy mô nguồn vốn kinh doanh 2007-2016



Nguồn: CNG, FPTIS Research

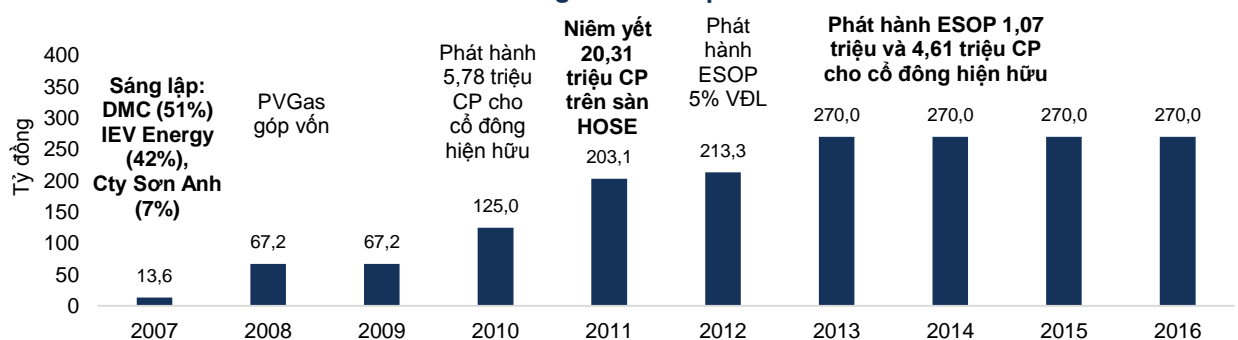
Quá trình tăng vốn chủ sở hữu 2007-2017



Nguồn: CNG, FPTIS Research

Giai đoạn đầu tư 2007-2009, nguồn vốn kinh doanh của CNG VN từ vốn chủ sở hữu và nợ vay. Tuy nhiên kể từ năm 2010, nguồn vốn kinh doanh của CNG VN chủ yếu là nguồn vốn chủ sở hữu, trong đó phần lớn là từ lợi nhuận giữ lại và một lần huy động vốn từ phát hành cho cổ đông hiện hữu, cán bộ chủ chốt và cổ đông chiến lược vào năm 2010. Trong những năm qua, CNG VN thực hiện rất ít các đợt phát hành để huy động vốn từ bên ngoài, nguồn vốn kinh doanh chủ yếu là từ lợi nhuận giữ lại cùng với việc chi trả cổ tức hàng năm rất cao, tỷ lệ chi trả hàng năm trong 5 năm gần nhất từ 30-45%/mệnh giá 10.000 đồng. Có thể nhận thấy CNG VN đã mang lại lợi nhuận khá lớn cho cổ đông.

Quá trình tăng vốn điều lệ của CNG VN



Nguồn: CNG, FPTIS Research

Đối với quá trình tăng vốn điều lệ của CNG VN: ở giai đoạn trước niêm yết năm 2011, CNG VN thực hiện tăng vốn thông qua vốn góp của cổ đông chiến lược năm 2008 và huy động thêm từ cổ đông hiện hữu năm 2010. Sau khi CNG VN tiến hành niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2011, CNG VN chủ yếu tăng vốn thông qua hình thức phát hành cho cổ đông hiện hữu và một tỷ lệ nhỏ ESOP cho công nhân viên. Trong đó, đợt phát hành tăng vốn cho PVGas năm 2008 và cho cổ đông hiện hữu, cán bộ chủ chốt và cổ đông chiến lược năm 2010 là CNG VN huy động thêm vốn để phục vụ cho hoạt động đầu tư nâng công suất nhà máy và phát triển thị trường. Kết quả hoạt động kinh doanh sau hai đợt phát hành này tăng rất cao với tăng trưởng lợi nhuận sau thuế đạt 164,8% vào năm 2008 và đạt 761,0% vào năm 2010.

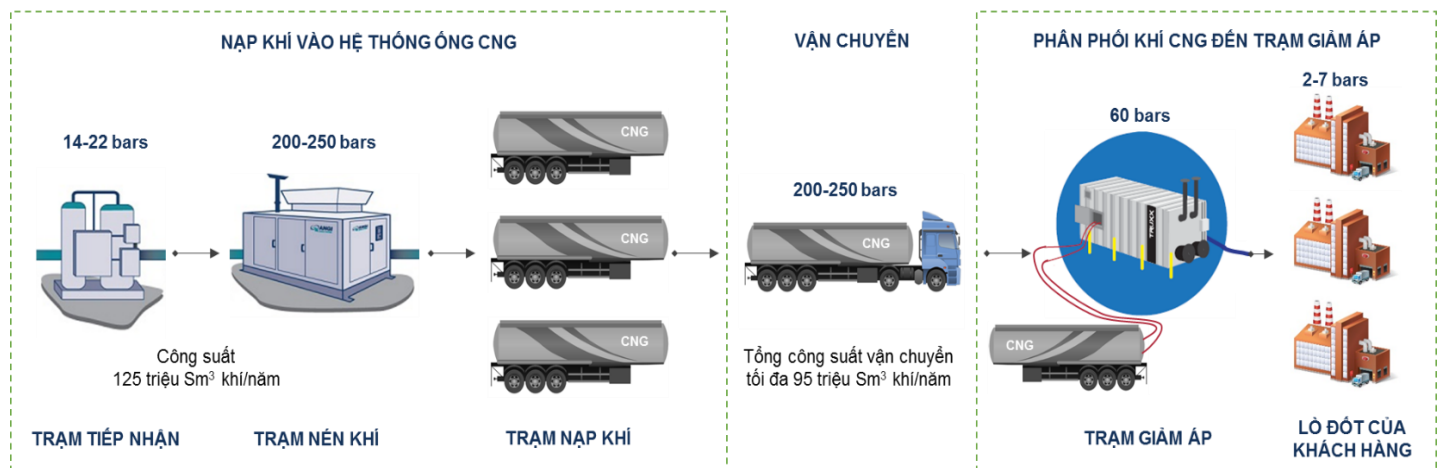
Năm	Đối tượng phát hành	Số lượng phát hành (triệu CP)	% so với số lượng CP ban đầu	% pha loãng	Tăng trưởng LNST trong năm
Giai đoạn trước niêm yết					
<i>(Mệnh giá 10.000 đồng/cổ phiếu)</i>					
2008	PVGas	2,29	186,5%	62,8%	164,8%
2010	Cổ đông hiện hữu, cán bộ chủ chốt và cổ đông chiến lược	5,78	86,0%	63,8%	761,0%
Giai đoạn sau niêm yết					
2012	Cán bộ nhân viên (ESOP)	1,02	5,0%	8,2%	-42,0%
2013	Cán bộ nhân viên (ESOP)	1,07	5,0%	7,9%	-2,9%

Nguồn: BCTC CNG, FPTIS Research

Kể từ khi thành lập đến nay CNG VN đã thực hiện 1 lần phát hành riêng lẻ cho PVGas vào năm 2008, 1 lần phát hành cho cổ đông hiện hữu, ban lãnh đạo chỉ chốt và cổ đông chiến lược vào năm 2010 và 2 lần phát hành cổ phiếu thưởng cho Cán bộ nhân viên (ESOP) vào năm 2012 và 2013. Những đợt phát hành riêng lẻ cũng như phát hành ESOP của CNG VN không thường xuyên và mức độ pha loãng của những đợt phát hành này không nhiều. Hiện nay, CNG VN chưa có kế hoạch phát hành hay huy động vốn.

5. Chuỗi giá trị kinh doanh của CNG

Quy trình sản xuất và phân phối CNG



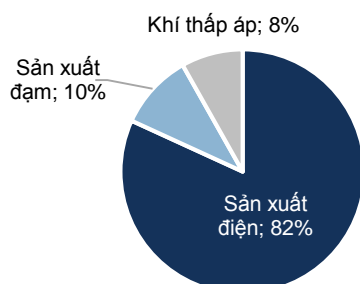
Nguồn: BCTN CNG, FPTs Research

Đầu vào

Nguyên liệu đầu vào của CNG VN là khí thiên nhiên có thành phần chính là khí methane (CH₄) chiếm 85-95%. Nguồn nguyên liệu khí sản xuất của CNG VN được PVGas cung cấp thông qua đường ống của PVGasD, là Công ty duy nhất được cấp phép cung cấp khí bằng đường ống và trực thuộc PVGas. Trong đó, nguồn khí của PVGas cung cấp từ nhiều nguồn khai thác khác nhau. Đối với thị trường miền Nam, nguồn khí được khai thác từ các bể Cửu Long, Nam Côn Sơn. Ở thị trường miền Bắc, nguồn khí được khai thác từ mỏ Hàm Rồng và mỏ Thái Bình. Trong đó, khí thiên nhiên ở thị trường miền Bắc được lấy từ mỏ Hàm Rồng và Thái Bình có chi phí khai thác cao so với các mỏ khu vực Đông Nam Bộ do đó dẫn đến chi phí nguyên liệu khí đầu vào của CNG VN cao. Đồng thời, thị trường miền Bắc bị cạnh tranh bởi nguyên liệu than làm biên lợi nhuận gộp ở thị trường miền Bắc thấp hơn thị trường miền Nam.

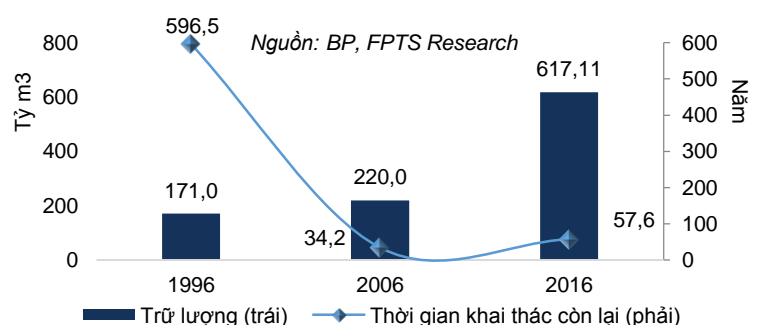
Về phân phối nguồn khí của PVGas, PVGas sẽ ưu tiên cung cấp cho các nhà máy điện, đạm và cuối cùng là các hộ công nghiệp. Tuy nhiên, sản lượng khí mà PVGasD phân phối cho các hộ công nghiệp chỉ chiếm 8% tổng sản lượng khai thác của PVGas, do đó việc biến động về sản lượng khí khai thác của PVGas sẽ không tác động nhiều đến hoạt động kinh doanh của CNG VN.

Cơ cấu tiêu thụ khí của PVGas 2016



Nguồn: PVGas, FPTs Research

Trữ lượng khí thiên nhiên 1996-2016



Đối với nguồn khí thiên nhiên trong nước, theo ước tính của BP năm 2016 thì Việt Nam có 617,7 tỷ m³ khí thiên nhiên với thời gian khai thác còn lại khoảng 57,6 năm.

Sản xuất

Khí thiên nhiên được lấy từ đường ống của PVGasD đi vào Nhà máy CNG qua hệ thống đường ống 6" với áp suất 22 bars³, lưu lượng khí được kiểm soát qua hệ thống trạm đo khí đầu vào. Từ trạm đo, khí được dẫn vào trạm nén để nạp vào bồn chứa với công suất máy nén từ 2.000-2.500 Sm³/h. Khí thiên nhiên ở trạm nén sẽ được nén ở áp suất cao từ 200-250 bars nhằm giảm thể tích bồn chứa để gia tăng hiệu quả vận chuyển. Khí thiên nhiên sau khi được nén sẽ bơm vào xe bồn để vận chuyển đến trạm giảm áp của khách hàng.

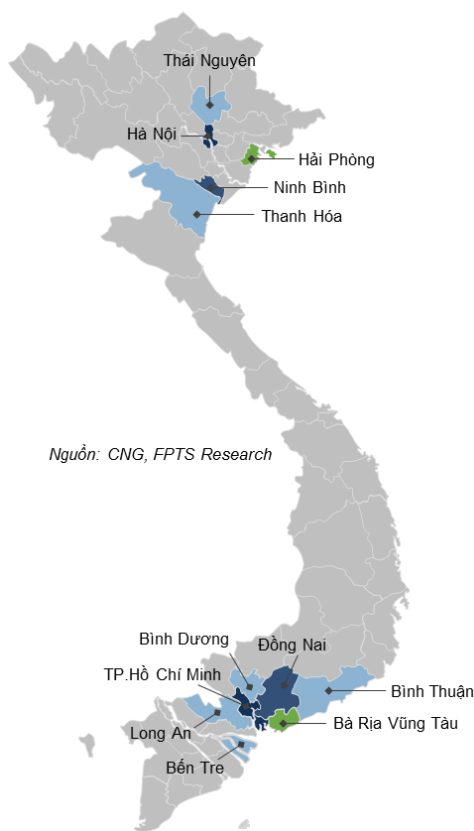
Hệ thống vận chuyển và bồn chứa khí nén của CNG VN. Tính đến năm 2016, CNG VN có 07 xe đầu kéo Nissan, 35 bồn thép loại 40ft (thể tích 18m³/bồn, áp suất làm việc 200bars) bao gồm cả rơmoóc, 31 bồn composite loại 40ft (thể tích 34m³/bồn, áp suất làm việc 250bars), 4 bồn composite loại 20ft (thể tích 17m³/bồn, áp suất làm việc 250bars) để phục vụ hoạt động vận chuyển. Công suất vận chuyển của CNG VN có thể đạt 95 triệu Sm³/năm, đồng thời để gia tăng hiệu quả trong hoạt động vận chuyển CNG VN còn thực hiện đấu thầu thuê xe bồn nhằm gia tăng công suất vận chuyển khí nén cho khách hàng.

Hiện nay, CNG VN đã làm chủ công nghệ và vận hành các trạm máy nén, trạm nạp, phương tiện vận chuyển, bồn chứa, trạm giảm áp, tiếp khí đến khách hàng được thiết kế tuân thủ theo các tiêu chuẩn quốc tế và tiêu chuẩn, quy phạm của Việt Nam, đảm bảo đủ điều kiện vận hành an toàn và được kiểm định định kỳ hàng năm.

Thị trường

Thị trường tiêu thụ hiện nay của CNG VN chủ yếu tập trung ở thị trường trong nước với khu vực miền Nam là thị trường chính.

Địa bàn kinh doanh của CNG



Nguồn: CNG, FPT Research

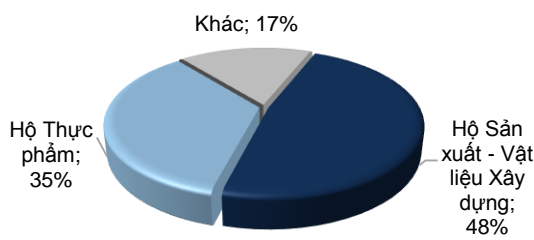
Do sản phẩm khí CNG còn khá mới đối với ngành sản xuất trong nước và giới hạn về cơ sở hạ tầng đường ống dẫn khí nên địa bàn kinh doanh của CNG VN chỉ tập trung ở một số khu vực:

- Khu vực miền Đông Nam Bộ và các khu vực lân cận bao gồm: Bà Rịa-Vũng Tàu, Bình Dương, Đồng Nai, TP.HCM, Bình Thuận, Long An và Bến Tre.
- Khu vực phía Bắc bao gồm: Hà Nội, Thái Nguyên, Hải Phòng, Ninh Bình và Thanh Hóa.
- CNG đang nghiên cứu tiếp tục mở rộng thị trường, địa bàn hoạt động kinh doanh miền Bắc và các khu vực khác.

Đối tượng tiêu thụ sản phẩm khí nén của CNG VN chủ yếu là khách hàng công nghiệp sử dụng khí nén làm nhiên liệu trong quá trình sản xuất:

- Nhóm doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng chiếm 48% sản lượng khí năm 2016. Trong đó, dùng làm nhiên liệu trong quá trình nung gạch ốp lát khoảng 27%, với khách hàng hiện nay của CNG là Công ty VLXD Đồng Tâm, gồm sứ Viglacera, Gạch men Thanh Thanh, Gạch men Long Tai, Gạch men Bách Thành, Thiết bị vệ sinh Ceasar. Trong lĩnh vực luyện gang thép chiếm 21% sản lượng với khách hàng tiêu thụ chính là Thép Pomina, Tôn Đông Á, Thép Thủ Đức, Thép Đại Thiên Lộc, Thép Biên Hòa, Thép Việt Hàn, Thép Việt - Sing...

³ Bar: chỉ số đo áp lực, 1 bar = 0,98692 atm

Cơ cấu tiêu thụ theo khách hàng 2016


Nguồn: BCTN CNG, FPTS Research

- Nhóm doanh nghiệp ngành thực phẩm chiếm 35% sản lượng năm 2016: sử dụng khí để đun nấu trong quá trình chế biến thực phẩm, đồ uống. CNG đang cung cấp khí nén cho Vinamilk, Friesland Campina, Masan, URC Việt Nam, Cà phê Trung Nguyên, Nestle Việt Nam, Coca-Cola Việt Nam, Kẹo Perfetti Van Melle Việt Nam...
- Dùng làm nhiên liệu trong vận tải xe buýt như Công ty TNHH Xe buýt Becamex Tokyu (Nhật Bản) hiện đang sử dụng khí nén của CNG.
- Một số ngành công nghiệp khác: Công ty Dệt nhuộm Meisheng, Công ty Giấy Glatz Fine Paper, săm lốp Kumho Tire (Hàn Quốc)...

Tính đến thời điểm hiện tại, CNG VN là công ty có lợi thế mạnh nhất về cung cấp khí nén do thế mạnh về nguồn khí thiên nhiên từ công ty mẹ PVGas, đồng thời có kinh nghiệm lâu năm về lĩnh vực kinh doanh khí nén trong nước. Bên cạnh sản phẩm khí nén, CNG VN đã tiến hành nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới để phòng ngừa rủi ro suy giảm nguồn khí thiên nhiên trong nước đồng thời đáp ứng nhu cầu thị trường, khách hàng trong tương lai. Trong đó, CNG VN đã chuẩn bị để sẵn sàng tham gia phân phối khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) tới các khách hàng công nghiệp ở vị trí có khoảng cách xa hơn so với hiện nay khi Việt Nam thực hiện nhập khẩu LNG.

6. Vị thế của doanh nghiệp

6.1. Vị thế về sản phẩm

Trong lĩnh vực cung cấp khí nén, CNG VN là doanh nghiệp tiên phong ở Việt Nam trong lĩnh vực này với sản lượng cung cấp 119,6 triệu Sm³ khí/năm. CNG VN có lợi thế so với các công ty kinh doanh các loại nhiên liệu truyền thống như LPG, dầu FO (dầu mazut), DO (dầu diesel) và than. Cụ thể, khí nén có nhiều ưu điểm vượt trội như năng lượng xanh, thân thiện với môi trường, cung cấp nhiệt ổn định, hiệu suất sử dụng nhiên liệu cao và hầu như không phát sinh bụi tác động lên máy móc thiết bị, vì vậy tiết kiệm được chi phí bảo trì bảo dưỡng.

So sánh các loại nhiên liệu

	Khí CNG	Khí thấp áp	Khí LPG	Dầu DO, FO	Than đá
Cấu tạo	Methane (CH ₄)	Methane (CH ₄)	Propan (C ₃ H ₈) và butan (C ₄ H ₁₀)	Hỗn hợp hydrocarbon DO: C ₁₀ - C ₁₅ FO: > C ₁₅	Chủ yếu C và các nguyên tố H, S, N, O
Trạng thái	Khí	Khí	Lỏng	Lỏng	Rắn
Áp suất (bars)	250	12-31	0,03-1	0,4-1	
Nhiệt trị (MJ/Kg)	38-42	38-42	50	42-45	19-20
Vận chuyển	Xe bồn, đường ống	Đường ống	Xe bồn, đường ống	Xe bồn, tàu	Xe tải, xà lan
Chi phí tỏa nhiệt (Đồng/MJ)	202	191	251	287	163

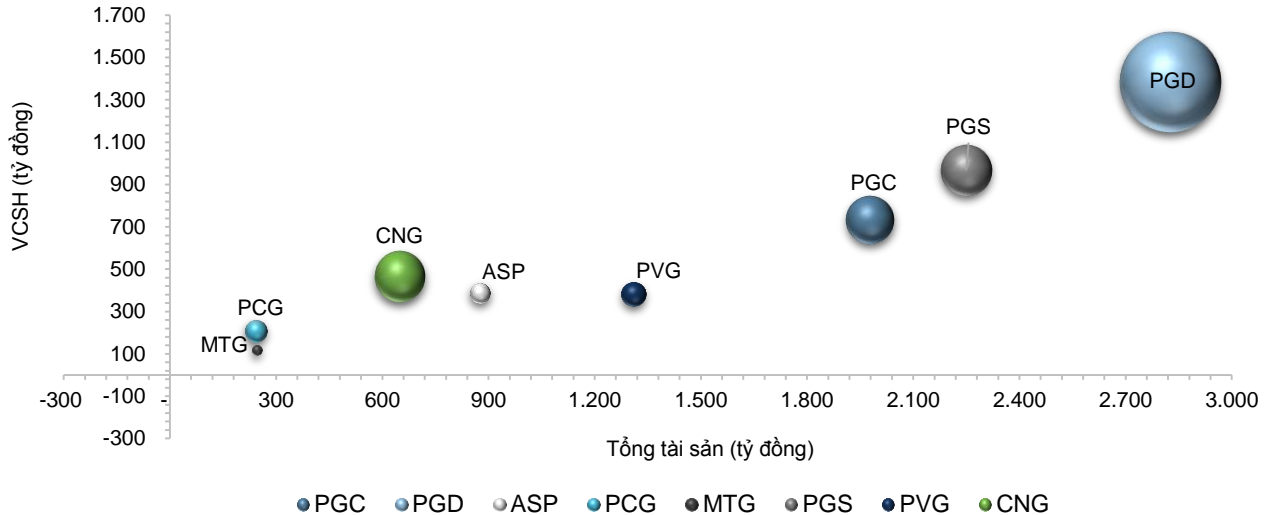
Khi sử dụng khí CNG không thải ra các chất độc hại như CO₂, NO, SO_x, đây là các loại khí đặc biệt gây nguy hại cho môi trường và sức khỏe con người. Khí CNG có thành phần ổn định, không có tạp chất, luôn duy trì nhiệt trị ổn định, giúp việc vận hành máy móc thiết bị dễ dàng hơn, chất lượng sản phẩm tốt hơn. Các doanh nghiệp sản xuất và chế biến thực phẩm sẽ tránh được việc bị nhiễm chéo các chất độc hại từ DO, FO sang thực phẩm chế biến. Khí CNG nhẹ hơn không khí nên sẽ nhanh chóng bốc lên cao khi bị rò rỉ nên hạn chế tối đa nguy cơ cháy nổ do sự tích tụ khí như các loại nhiên liệu khác như xăng dầu, LPG.

Ngoại trừ khí thấp áp và than đá, thì chi phí tỏa nhiệt của khí CNG rẻ hơn so với LPG, dầu DO và dầu FO trung bình 10-20%, điều này sẽ giúp doanh nghiệp giảm giá thành sản phẩm. Tuy nhiên, khí CNG có lợi thế hơn khí thấp áp trong khâu vận chuyển, do dễ vận chuyển khí thấp áp cần xây dựng đường

ống rất tốn kém chi phí đầu tư. Đối với than đá, khí CNG có lợi thế hơn vì là năng lượng sạch, nhiệt lượng tỏa ra đều và dễ điều chỉnh nhiệt lượng hơn đồng thời khí CNG không thải ra bụi và khói đen bám vào sản phẩm giúp sản phẩm có chất lượng tốt hơn.

6.2. Vị thế so với các doanh nghiệp khác trong ngành

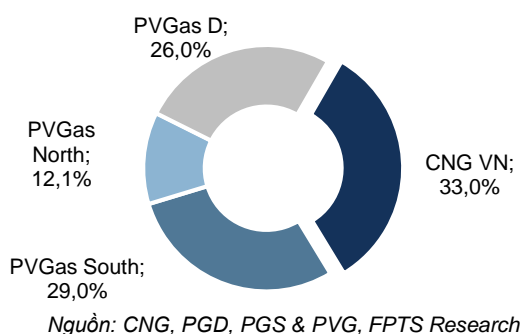
Vốn hóa, tài sản và vốn chủ sở hữu tại 31/12/2016



CNG VN có 695,26 tỷ đồng tổng tài sản và 632,44 tỷ đồng doanh thu vào năm 2016. Nếu so với các doanh nghiệp khác trong ngành thì CNG VN có quy mô tài sản và doanh thu thấp chỉ đứng thứ 7 về tài sản và 6 về doanh thu. Tuy nhiên, với việc sử dụng đòn bẩy thấp và tạo ra tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) cao, trung bình năm trong 5 năm gần nhất khoảng 28,2%, nên giá trị vốn hóa của CNG VN khá lớn khoảng 863,99 tỷ đồng, đứng thứ 3 trong tổng số 9 doanh nghiệp khí niêm yết.

Mặc dù quy mô tài sản và doanh thu của CNG VN bé hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành khí nói chung và lĩnh vực cung cấp khí nén nói riêng, nhưng CNG VN lại có thị phần lớn nhất trong lĩnh vực cung cấp khí nén và là công ty duy nhất có thị trường hoạt động ở cả hai miền Nam, Bắc.

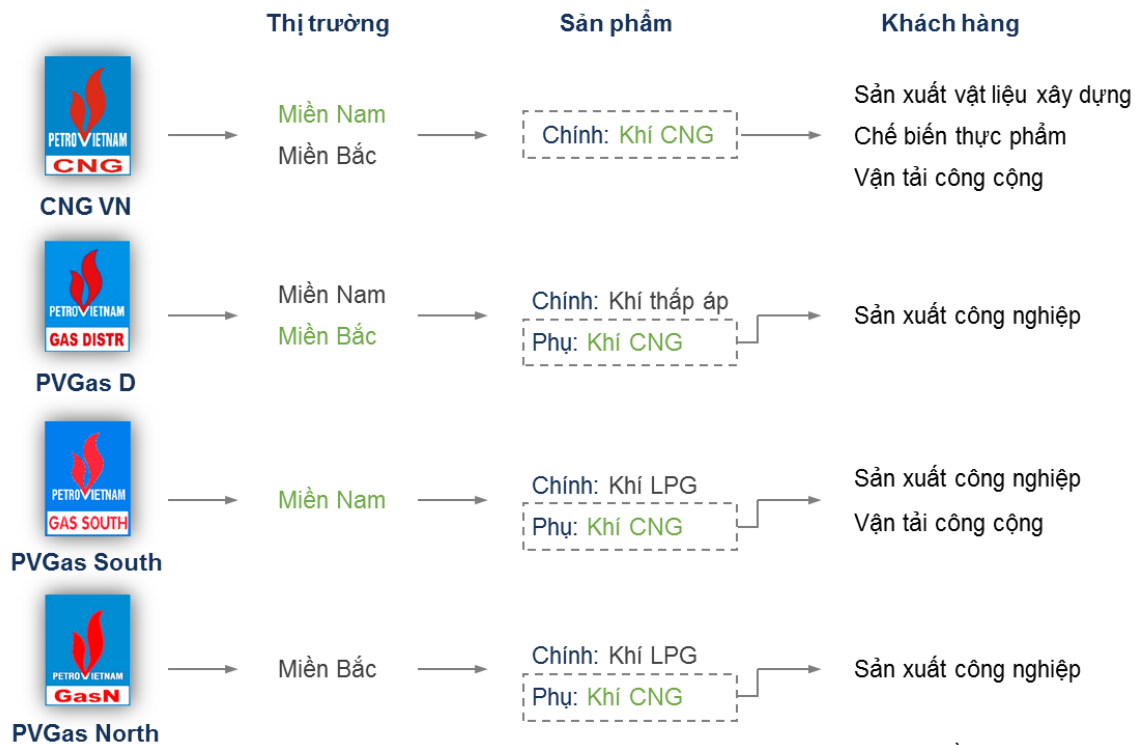
Thị phần khí nén năm 2016



Hiện nay chỉ có 4 doanh nghiệp cung cấp khí nén ở Việt Nam và mức độ cạnh tranh giữa những doanh nghiệp này không khốc liệt do có sự phân chia phân khúc và thị trường để tránh đối đầu trực tiếp. Trong đó, CNG VN là doanh nghiệp tiên phong và có thị phần cung cấp khí nén lớn nhất với 33,0% thị phần cả nước. Ngoài CNG VN, còn có một số nhà cung cấp khí CNG khác trong nước như PVGas South (PGS) chiếm 29,0% thị phần chủ yếu tập trung ở miền Nam, hai doanh nghiệp cung cấp khí CNG ở miền Bắc là PVGas D với 26,0% thị phần kinh doanh ở khu vực Tiền Hải – Thái Bình và PVGas North với 12,1% thị phần CNG, kinh doanh ở Hà Nội và khu vực lân cận.

CNG VN cung cấp khí nén cho các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng, các doanh nghiệp sản xuất và chế biến thực phẩm đồ uống, doanh nghiệp vận tải chủ yếu ở khu vực Đông Nam Bộ và một số tỉnh Đồng Bằng Sông Hồng. Đối với PGS, trước đây PGS là công ty mẹ của CNG VN nên cả hai không cạnh tranh trực tiếp, PGS chủ yếu cung cấp khí nén trong công nghiệp và vận tải công cộng TP.HCM. Đồng thời, chiến lược dài hạn của PGS tập trung phân khúc khí LPG chứ không phải khí CNG. Đối với PVGasD, PVGasD là doanh nghiệp lớn trong cung cấp khí thiên nhiên, trong đó PVGasD chỉ tập trung phát triển sản phẩm khí thấp áp cung cấp bằng đường ống, khí nén chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong doanh thu của PVGasD. Tương tự với PVGasD, PVGas North cũng cung cấp khí nén cho các hộ công nghiệp ở khu vực miền Bắc và sản phẩm này chỉ chiếm một phần nhỏ trong cơ cấu doanh thu, do sản phẩm chính của PVGas North là khí LPG ở thị trường phía Bắc.

Thị trường khí nén Việt Nam



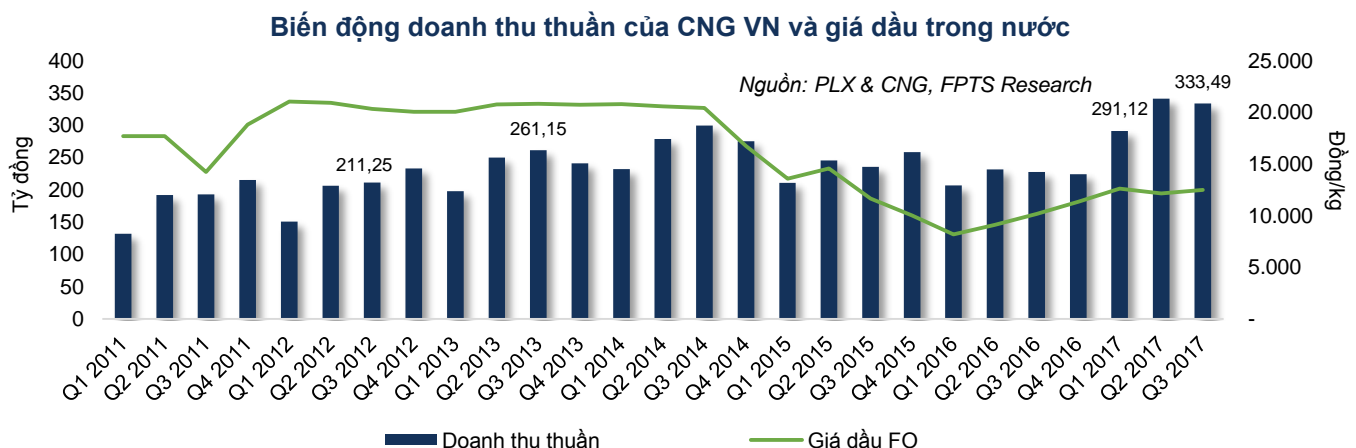
Nguồn: FPT S Research

II. TÌNH HÌNH KINH DOANH, TÀI CHÍNH

1. Doanh thu

1.1. Chính sách bán hàng

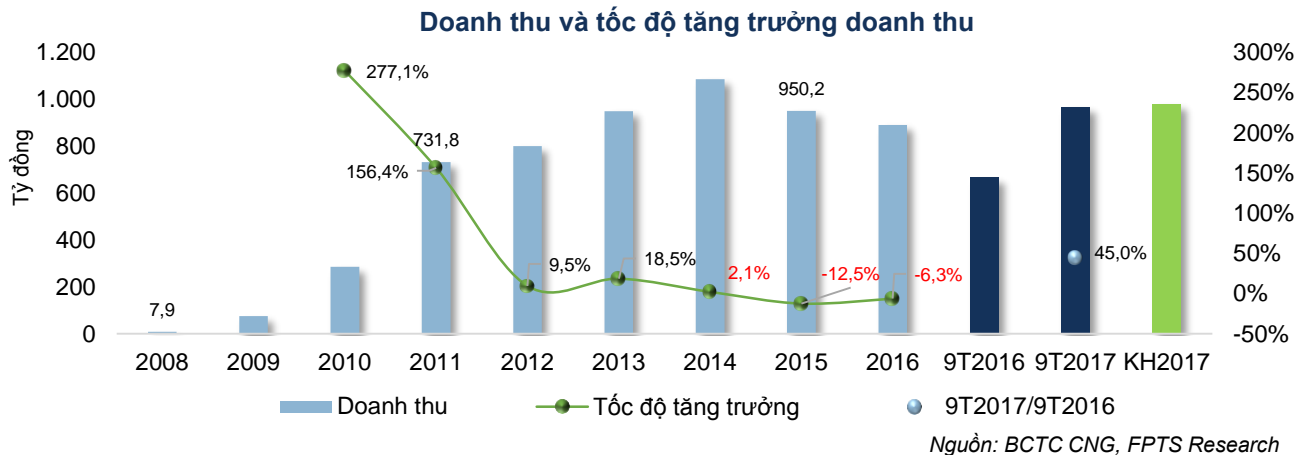
Giá bán khí của CNG VN được xây dựng dựa trên cơ sở chiết khấu theo giá bán của các loại nhiên liệu trên thị trường như giá dầu FO, DO và LPG. Việc lựa chọn loại nhiên liệu làm cơ sở tính giá bán tùy thuộc vào khách hàng, thông thường dựa vào loại nhiên liệu mà trước đó khách hàng sử dụng. Ngoài ra, giá bán còn bị ảnh hưởng bởi sản lượng khí sử dụng, khoảng cách vận chuyển và phương thức vận chuyển. Hiện nay, giá bán khí nén của CNG VN cho khách hàng chủ yếu được xác định theo tỷ lệ giá tham chiếu với giá dầu FO được niêm yết bởi Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX). Tỷ lệ giá tham chiếu sẽ phụ thuộc vào một số yếu tố như: CNG VN đầu tư thiết bị nhận khí hay khách hàng đầu tư thiết bị nhận khí, khoảng cách giữa khách hàng và nhà máy của CNG VN, khối lượng khí tiêu thụ và biến động của giá dầu.



Do giá bán khí nén của CNG VN neo theo giá dầu FO, do đó doanh thu thuần của CNG VN biến động cùng chiều với giá dầu FO trong nước. Trước năm 2015, do thực hiện chính sách giá bán cố định hàng năm nên doanh thu của CNG VN có độ tương quan thấp với giá dầu FO, chỉ khoảng 4,9%.

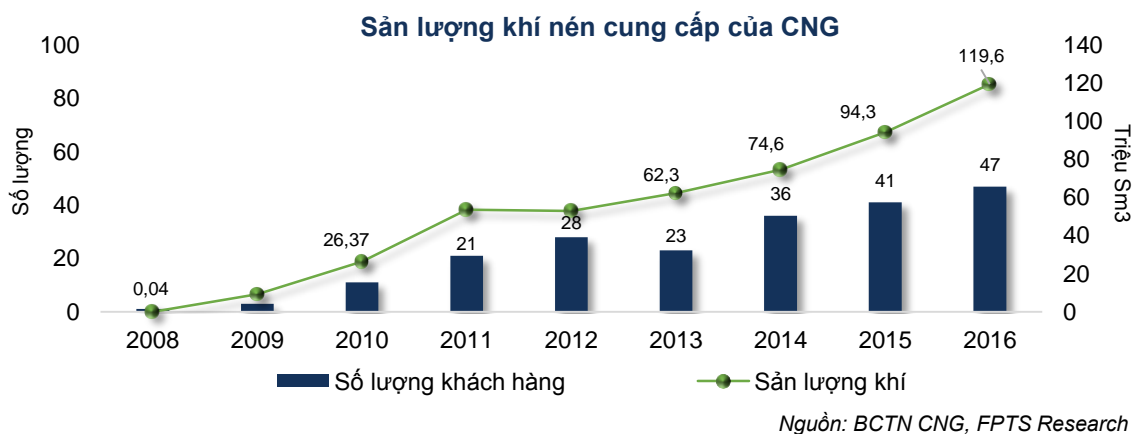
Nhưng từ năm 2015, khi công ty thực hiện chính sách giá bán khí chiết khấu theo biến động của giá dầu FO nên doanh thu của CNG VN từ quý 1/2015 đến quý 3/2017 có độ tương quan mạnh với giá dầu FO với 59,2%. Việc CNG VN thực hiện giá bán khí neo theo giá dầu FO giúp cho công ty chủ động hơn với những diễn biến phức tạp của thị trường dầu mỏ và gia tăng hiệu quả hoạt động. Theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ tham chiếu giá bán khí cho khách hàng năm 2016 trung bình khoảng 67,2% giá dầu FO.

1.2. Tình hình chung về doanh thu

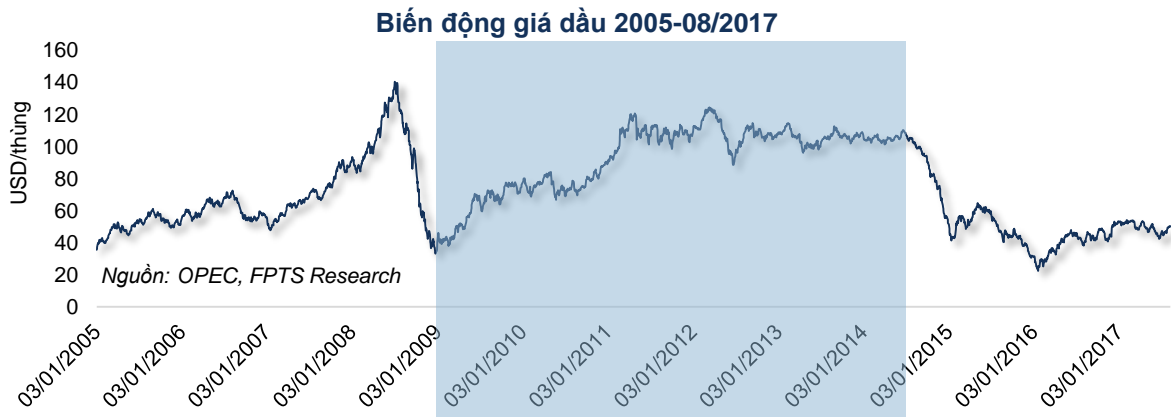


Nhìn chung, doanh thu của CNG VN trong những năm qua tăng liên tục từ năm 2008 đến năm 2014 và có chiều hướng giảm vào giai đoạn 2015-2016, tuy nhiên tốc độ giảm đã chậm lại và doanh thu đã tăng trưởng mạnh trở lại trong năm 2017.

Trong những năm mới thành lập 2008-2011, đây là giai đoạn CNG VN tiến hành đầu tư xây dựng nhà máy và sản phẩm khí CNG còn khá mới đối với những khách hàng sản xuất công nghiệp trong nước, do đó sản lượng khí CNG tiêu thụ năm 2008 chỉ khoảng 9,2 triệu Sm³ với doanh thu chỉ 7,9 tỷ đồng. Sau đó, với những ưu điểm thực tế mà khí CNG mang lại đã thúc đẩy nhu cầu trong nước ngày càng tăng với sản lượng khí năm 2010 đạt 26,37 triệu Sm³ và doanh thu của CNG VN đạt 285,5 tỷ đồng với tốc độ tăng trưởng 277,1% và đạt 156,4% vào năm 2011.



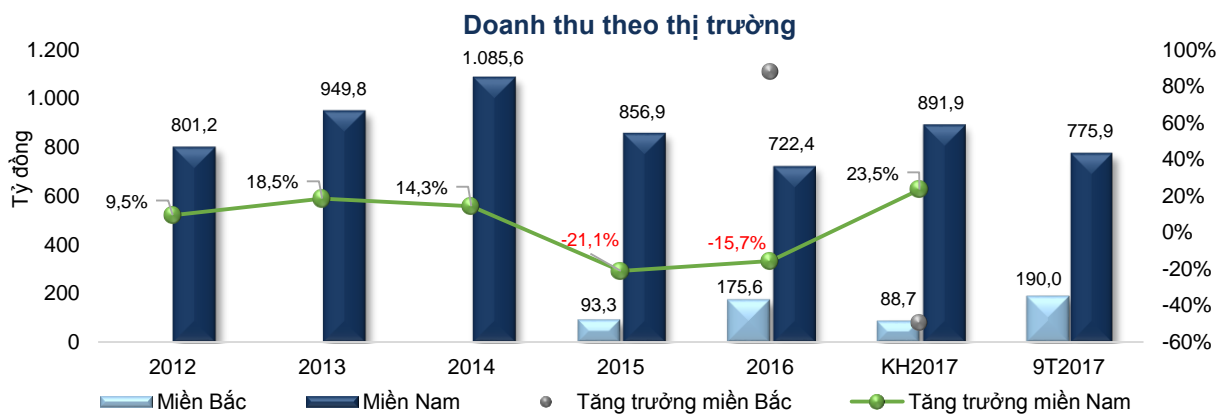
Giai đoạn 2012-2014, trong giai đoạn này tăng trưởng kinh tế Việt Nam thấp, số doanh nghiệp đã giải thể và dừng hoạt động tăng mạnh, đồng thời giá nhiên liệu khí tăng cao vì ảnh hưởng từ thị trường dầu mỏ. Do đó, khí CNG tiêu thụ năm 2012 sụt giảm 1,12% so với năm 2011, trong đó sụt giảm nhiều nhất là những khách hàng sản xuất thép giảm 25% sản lượng, gạch men và gốm sứ giảm 15% sản lượng. Tuy nhiên, giá bán khí của CNG VN cũng neo theo giá dầu do đó việc giá dầu đạt mức cao từ 80-100 USD/thùng đã giúp doanh thu của CNG VN trong giai đoạn này luôn ở mức khá lớn từ 801,2 tỷ đồng năm 2012 đã tăng lên 1.085,6 tỷ đồng vào năm 2014 với tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình của CNG VN trong giai đoạn này khoảng 14%/năm.



Giai đoạn 2015-2016, là giai đoạn đầy thách thức đối với CNG VN, do sự suy giảm khó lường của thị trường dầu mỏ dẫn đến giá khí liên tục sụt giảm. Trong đó, giá bán khí trung bình năm 2015 chỉ ở mức 12,1 USD/MMBtu, giảm 30,6% so với năm 2014. Tuy nhiên, với sự chủ động trong việc tìm kiếm khách hàng mới và phát triển mở rộng thị trường miền Bắc nên sản lượng khí của CNG VN tăng 26,4% đạt mức 94,3 triệu Sm³. Điều này đã giúp cải thiện phần nào ảnh hưởng của giá bán khí, nhưng doanh thu vẫn suy giảm 12,5% và đạt 950,2 tỷ đồng vào năm 2015. Năm 2016, CNG VN thực hiện mở rộng thị trường và gia tăng sản lượng lên mức 119,6 triệu Sm³ (+26,8% YoY), nhưng giá bán khí bình quân của CNG VN tiếp tục giảm mạnh khoảng 25% so với năm 2015 dẫn đến doanh thu sụt giảm 7,13% trong năm 2016 và chỉ đạt 890,6 tỷ đồng.

Trong 9 tháng đầu năm 2017, giá dầu đã hồi phục, doanh thu của CNG VN đạt 965,9 tỷ đồng tăng 45,0% so với cùng kỳ năm 2016. Với kết quả này, CNG VN đã đạt 98,5% kế hoạch. Theo đánh giá của chúng tôi, cả năm 2017 CNG VN có khả năng sẽ đạt 1.014,2 tỷ đồng doanh thu và 91,2 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế vượt 3,5% kế hoạch về doanh thu và 12,9% kế hoạch lợi nhuận sau thuế. Với sự kỳ vọng về sự phục hồi của thị trường dầu mỏ, chúng tôi cho rằng đây sẽ là yếu tố góp phần làm gia tăng động lực phát triển của CNG VN trong những năm tới. Đồng thời với triển vọng tích cực về thị trường tiêu thụ khí nén của những khách hàng lớn hiệu hữu và tiềm năng thị trường mới mà CNG VN sẽ có khả năng tiếp cận khi giá dầu phục hồi, chúng tôi nhận thấy CNG VN vẫn còn động lực tăng trưởng trong tương lai với tốc độ dự báo 6,4%/năm trong giai đoạn 2017-2022.

1.3. Cơ cấu doanh thu theo thị trường



Nguồn: BCTC CNG, FPTTS Research

Thị trường miền Nam là thị trường chính của CNG VN, năm 2016 thị trường này chiếm 80,4% tổng doanh thu, phần còn lại được đóng góp từ thị trường miền Bắc. Nguyên nhân, miền Nam là nơi tập trung nguồn khí thiên nhiên lớn nhất của Việt Nam với 10.360 triệu m³ khí/năm, chiếm 98,6% sản lượng cả nước, cùng với hạ tầng đường ống dẫn khí nhiều nhất được xây dựng ở khu vực này giúp CNG VN thuận lợi trong vấn đề vận chuyển khí thiên nhiên đến khách hàng tiêu thụ.

Từ năm 2012 đến năm 2014, CNG VN chỉ tập trung ở thị trường miền Nam với doanh thu trong giai đoạn này đạt trung bình 945,5 tỷ đồng/năm và tốc độ tăng trưởng bình quân khoảng 14,1%/năm. Giai

đoạn 2015-2016, giá dầu suy giảm ảnh hưởng đến giá bán khí dẫn đến doanh thu thị trường miền Nam của CNG VN trong giai đoạn này giảm khá mạnh với 21,1% vào năm 2015 và 15,7% vào năm 2016.

Năm 2015, nhận thấy tiềm năng khi hệ thống Hàm Rồng – Thái Bình được đưa vào vận hành, CNG VN đã mở rộng hoạt động sang thị trường miền Bắc. Mặc dù còn mới, nhưng CNG VN đã có những thành công bước đầu với việc cung cấp khí nén cho 4 khách hàng khu vực này với sản lượng tiêu thụ khoảng 27 triệu m³ khí/năm. Đồng thời, CNG VN được độc quyền cung cấp khí nén cho khách hàng trong các khu công nghiệp Thăng Long 1, Thăng Long 2 và Thăng Long 3 do Tập đoàn Sumitomo làm chủ đầu tư. Theo đó, thông qua Sumitomo, CNG VN sẽ đầu tư các trạm phân phối trung tâm và hệ thống đường ống khí để bán khí nén cho tất cả các khách hàng trong các khu công nghiệp này. Năm 2016, sản lượng tiêu thụ khí ở thị trường miền Bắc khoảng 27,2 triệu Sm³ khí tương đương doanh thu đạt 175,6 tỷ đồng. Trong 9 tháng đầu năm 2017, ở thị trường này CNG VN đạt 21 triệu Sm³ khí với 190 tỷ đồng doanh thu, tăng lần lượt 2,9% và 51,9% so với cùng kỳ.

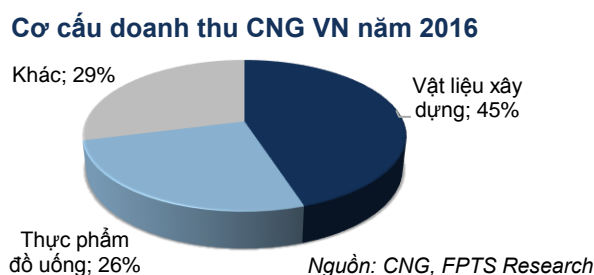
Mặc dù thị trường miền Bắc vẫn còn tiềm năng phát triển rất lớn tuy nhiên thị trường này chịu sự cạnh tranh lớn bởi nhiên liệu than. Đồng thời, giá thành khai thác khí ở bể Hàm Rồng - Thái Bình khá đắt, theo ước tính của chúng tôi giá mua khí trung bình ở thị trường miền Bắc cao gần gấp 3 lần thị trường miền Nam. Vì vậy, giá đầu vào sản xuất cao và CNG VN hầu như không có lãi nhiều ở khu vực này, nếu giá dầu thô tiếp tục giảm thì thậm chí có thể bị lỗ.

Theo đánh giá, hiện nay phần lớn các doanh nghiệp trong phía Nam đã chuyển sang sử dụng khí CNG, trong khi đó phần lớn doanh nghiệp miền Bắc vẫn đang sử dụng than do:

- (1) Giá dầu biến động khá thất thường.
- (2) Giá than từ đầu năm 2016 vẫn khá rẻ, trong khi chuyển đổi công nghệ sẽ phải tạm dừng sản xuất.
- (3) Miền Bắc là khu vực khai thác than lớn nhất cả nước.

Tuy nhiên, gần đây, các doanh nghiệp miền Bắc bắt đầu dần chuyển sang sử dụng khí CNG nhất là các doanh nghiệp sản xuất gạch ốp lát bởi những lợi ích như nhiệt lượng tỏa ra đều hơn, tránh được bụi than lẫn vào men gạch gây giảm chất lượng, bảo vệ môi trường và máy móc.

1.4. Cơ cấu doanh thu theo khách hàng



Trong cơ cấu doanh thu của CNG VN, nhóm doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng mang lại doanh thu nhiều nhất với 400,8 tỷ đồng chiếm khoảng 45% doanh thu năm 2016, theo sau là nhóm doanh nghiệp thực phẩm đồ uống chiếm khoảng 26% doanh thu tương đương 231,5 tỷ đồng và còn lại là nhóm doanh nghiệp sản xuất khác khoảng 258,3 tỷ đồng.

1.4.1. Nhóm doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng

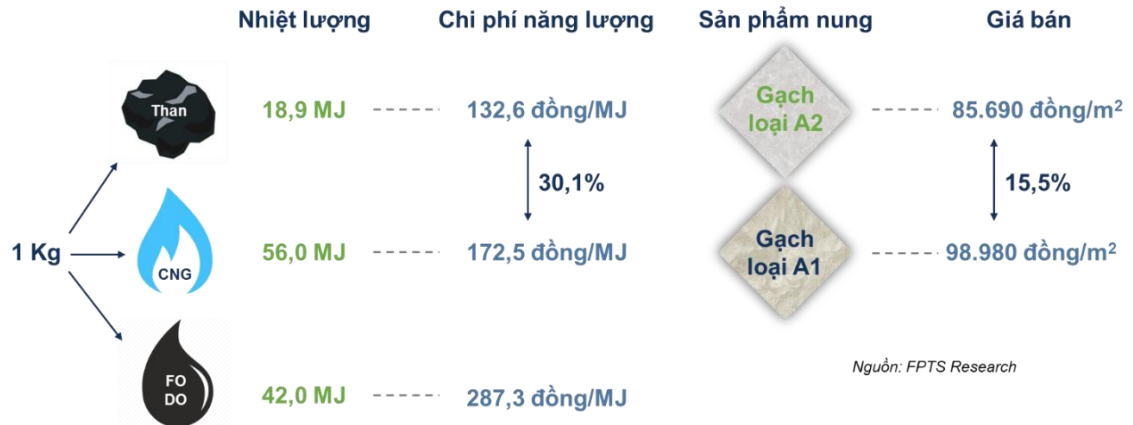
Trong nhóm ngành sản xuất vật liệu xây dựng, khách hàng tiêu thụ khí nén của CNG VN chủ yếu là các doanh nghiệp sản xuất gạch ốp lát và sản xuất thép.

Doanh nghiệp ngành gạch ốp lát

Hiện nay CNG VN cung cấp khoảng 32,2 triệu Sm³/năm cho các doanh nghiệp sản xuất gạch ốp lát, chủ yếu sử dụng làm nhiên liệu nung trong quá trình sản xuất gạch, nhóm khách hàng này mang lại gần 225 tỷ đồng doanh thu cho CNG VN vào năm 2016.

Trong quá trình nung gạch, các doanh nghiệp này có thể sử dụng khí nén hoặc than đá làm nhiên liệu. Mặc dù, than đá có chi phí thấp hơn khí nén, nhưng sử dụng khí nén để nung gạch tạo ưu điểm lớn hơn so với than đá. Khí nén có khả năng tỏa nhiệt đều và không gây bụi than bám lên bề mặt gạch, giúp tăng chất lượng của gạch sản xuất.

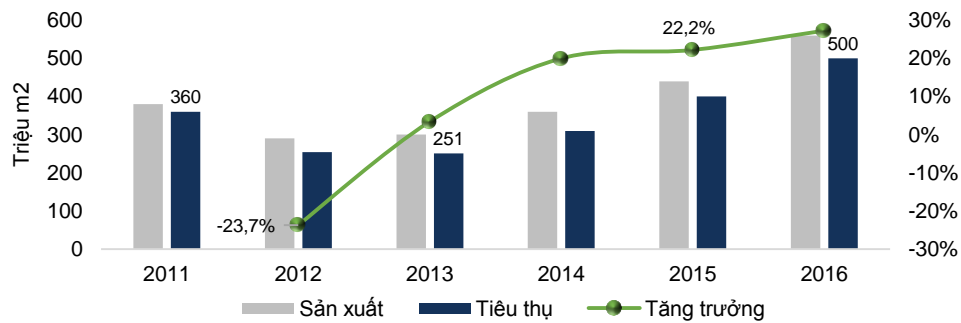
So sánh chi phí và chất lượng sản phẩm gạch ốp lát khi chọn nhiên liệu nung



(*) Mô hình so sánh cho nhà máy có chi phí bảo dưỡng đạt 10 tỷ đồng/năm và công suất 6,5 triệu m²/năm.

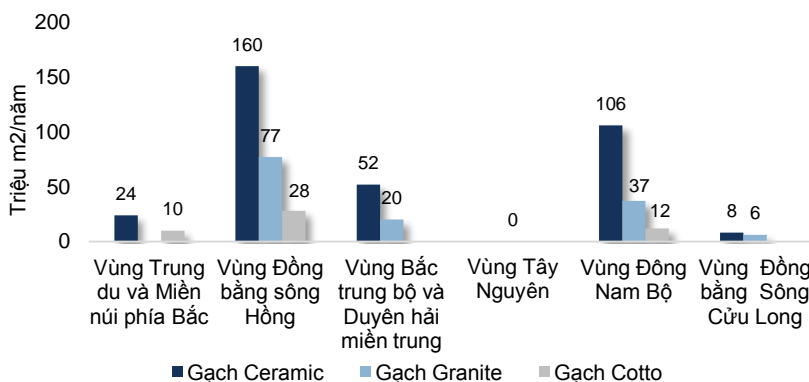
Theo ước tính của chúng tôi chênh lệch giá giữa gạch ốp lát loại A1 và A2 vào khoảng 15% - 20%, việc nâng tỉ lệ sản phẩm lên A1 sẽ nâng giá bán cho các doanh nghiệp sản xuất gạch ốp lát, giúp bù đắp chênh lệch chi phí giữa sử dụng than và khí CNG. Đồng thời, giá than có xu hướng tăng trong năm 2016 khi Tập đoàn Công nghiệp Than và Khoáng sản Việt Nam (TKV) điều chỉnh tăng 6%, điều này sẽ làm gia tăng tính cạnh tranh của nhiên liệu khí CNG so với than đá. Điều này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho CNG VN trong việc mở rộng cung cấp khí cho các doanh nghiệp sản xuất gạch ốp lát trong nước, nhất là tại thị trường miền Bắc.

Cung cầu ngành gạch ốp lát



Năm 2016, theo số liệu của Hiệp hội Gốm sứ Xây dựng Việt Nam, tổng sản lượng gạch ốp lát trong nước đạt khoảng 500 triệu m². Xét về công suất thiết kế ngành gạch ốp lát trong nước, khoảng 84% công suất là gạch ceramic với 420 triệu m²/năm, 12% gạch granite (60 triệu m²/năm) và còn lại là các loại gạch khác như cotto, porcelain. Hiện nay sản lượng sản xuất gạch ốp lát chủ yếu tập trung ở miền Bắc, đây là khu vực có trữ lượng lớn các nguyên liệu sản xuất xương gạch như đất sét, tràng thạch, đồng thời thuận lợi để nhập khẩu các nguyên liệu men, phụ gia từ Trung Quốc và Đài Loan.

Quy hoạch sản xuất gạch ốp lát trong nước đến 2020



Quy hoạch nguyên liệu sản xuất gạch ốp lát

Nghìn tấn/năm	Cao lanh	Fenspat
Phú Thọ	200 - 300	100 - 200
Quảng Ninh	300 - 500	
Quảng Nam		100 - 200
Lâm Đồng	200 - 300	
Bình Dương	200 - 500	

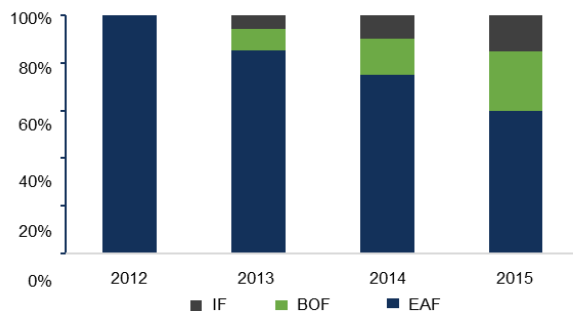
Nguồn: Bộ Xây Dựng, FPTs Research

Theo dự báo của Bộ Xây dựng cho thấy nhu cầu gạch Granite năm 2020 đạt khoảng 140 triệu m²/năm. Trong khi đó, năng lực sản xuất gạch Granite nội địa của Việt Nam hiện nay vào khoảng trên 60 triệu m²/năm. Như vậy, trong các năm tới công suất sản xuất gạch Granite cần tăng trung bình trên 20%/năm để đảm bảo nhu cầu tiêu thụ theo dự báo trên. Đồng thời, nhu cầu gạch ceramic và cotto cũng sẽ tăng trưởng lần lượt gần 2%/năm và 10%/năm vào giai đoạn 2016-2020. Với sự tăng trưởng của ngành gạch ốp lát cùng với các ưu điểm vượt trội của nhiên liệu khí CNG so với các nhiên liệu khác sẽ giúp mở rộng thị trường tiềm năng của CNG VN ở khu vực phía Bắc.

Doanh nghiệp ngành Thép

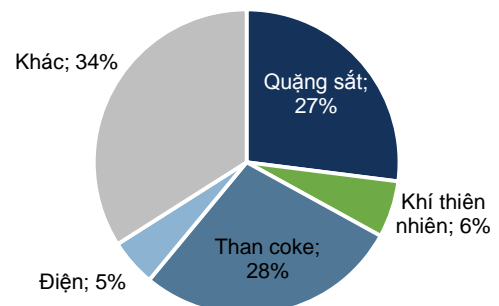
Đối với khách hàng là các doanh nghiệp sản xuất thép trong nước, hiện nay CNG VN cung cấp khoảng 25,2 triệu Sm³ khí/năm với doanh thu khoảng 176 tỷ đồng năm 2016. Các doanh nghiệp này sử dụng khí nén chủ yếu để làm nhiên liệu nung trong quá trình luyện gang, thép.

Cơ cấu sản xuất thép thô theo công nghệ tại Việt Nam



Nguồn: WSA, FPTS Research

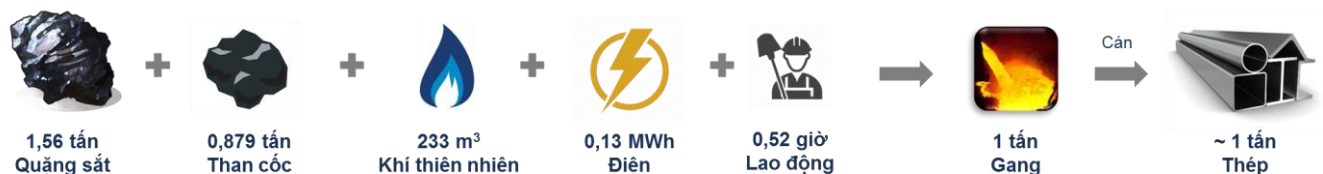
Cơ cấu chi phí luyện thép bằng lò BOF



Nguồn: Steelonthenet, FPTS Research

Theo số liệu điều tra từ VSA trong năm 2015, hơn 2/3 nhà máy sản xuất thép trong nước hiện đang sử dụng các thiết bị sản xuất lạc hậu, gây hao phí và ô nhiễm môi trường. Trước đây, công nghệ lò EAF được ưu tiên sử dụng do yêu cầu vốn đầu tư thấp, công nghệ lò BOF chỉ mới được ứng dụng từ năm 2012. Việc phát triển các lò EAF làm giá thành các sản phẩm thép cao hơn so với việc sản xuất bằng lò BOF. Đây là một hạn chế trong khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp thép nội với thép nhập khẩu.

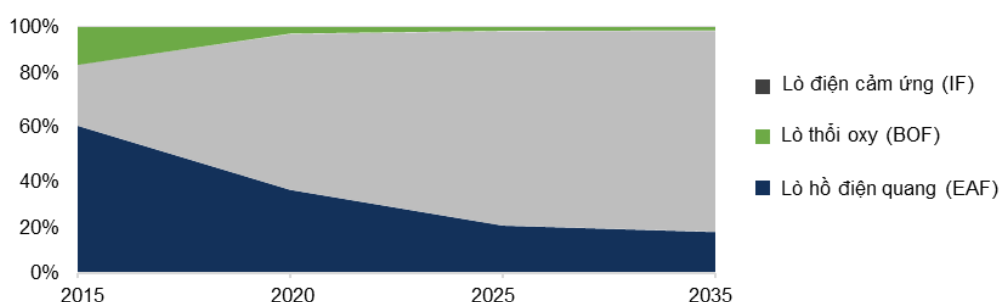
Công nghệ luyện thép bằng lò BOF



Nguồn: Steelonthenet, FPTS Research

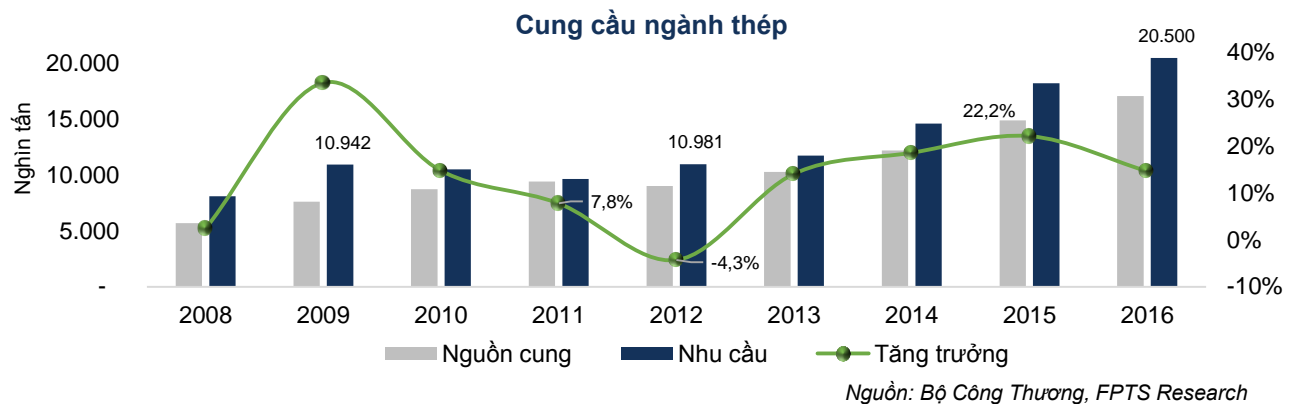
Theo công nghệ lò BOF, để sản xuất 1 tấn thép thành phẩm cần có thêm 233 m³ khí thiên nhiên vào quá trình luyện thép, điều này sẽ tiết kiệm 10% lượng than cốc có chi phí đắt hơn trong sản xuất, tạo chất lượng sản phẩm tốt hơn và giảm ô nhiễm môi trường.

Cơ cấu sản xuất phôi thép theo công nghệ giai đoạn 2015 – 2035



Nguồn: Bộ Công Thương, FPTS Research

Chính phủ Việt Nam đang tạo điều kiện để các doanh nghiệp thép phát triển lò BOF. Nhà nước có mong muốn để các doanh nghiệp thép nội địa sử dụng lò BOF để tận dụng nguồn quặng sắt trong nước nhằm tăng tính cạnh tranh về chi phí nguyên vật liệu đầu vào. Việc phát triển lò BOF sẽ giúp gia tăng nhu cầu tiêu thụ khí thiên nhiên trong quá trình luyện gang thép của các doanh nghiệp sản xuất trong nước trong những năm tới.



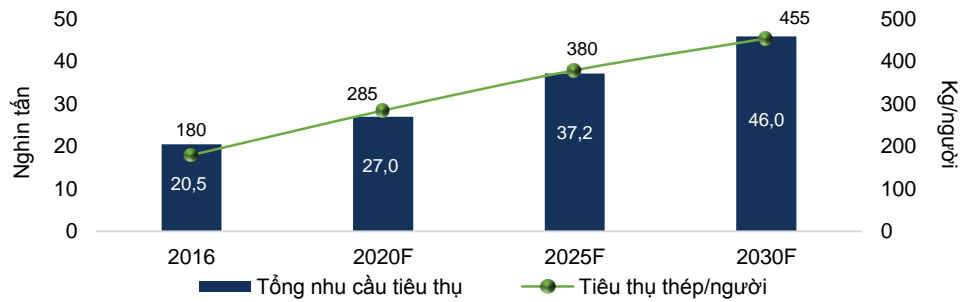
Bên cạnh đó, dự báo nguồn cung ngành thép trong giai đoạn tới sẽ tăng mạnh với sự đầu tư của các doanh nghiệp thép đầu ngành. Cụ thể, xét về công suất tăng thêm của các doanh nghiệp đầu ngành về thép dẹt như Tập đoàn Hoa Sen tăng 66,7% và Thép Nam Kim tăng 228% cùng với các ông lớn thép dài như Tập đoàn Hòa Phát với 400 ngàn tấn tôn mạ/năm và tăng khoảng 200% công suất thép dài và Thép Pomina với 600 ngàn tấn tôn mạ/năm. Đồng thời, Formosa Hà Tĩnh và dự án thép Cà Ná sẽ là cơ hội cho CNG VN phát triển thị trường miền Trung từ nguồn khí của dự án khí Cá Voi Xanh.



Theo dự báo của BMI, tăng trưởng thực của ngành xây dựng Việt Nam ước tính tăng trưởng 6,27% trong năm 2017 (mục tiêu lạm phát 5% thì mức tăng trưởng danh nghĩa của giá trị ngành xây dựng tại Việt Nam ước tính khoảng 11,27%). Trong giai đoạn 2017-2025, mức tăng trưởng thực bình quân khoảng 6% hàng năm.

Với triển vọng tích cực của ngành xây dựng Việt Nam, nhu cầu thép trong nước vẫn sẽ tăng trưởng tốt. Trong trung dài hạn, nhu cầu thép trong nước dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh do mức tiêu thụ thép trên đầu người hiện tại ở Việt Nam (180kg/người) thấp hơn nhiều so với mức trung bình của thế giới (216kg/người) và khu vực Đông Nam Á (240kg/người).

Theo dự phóng của VSA, nhu cầu thép của Việt Nam cân đối theo GDP trên đầu người có thể đạt 27 triệu tấn vào năm 2020 và hơn 55 triệu tấn vào năm 2035. Cũng đồng quan điểm, Bộ Công Thương nhận định, Việt Nam sẽ thiếu hụt khoảng 17 triệu tấn thép vào năm 2020 và đến năm 2025, con số này có thể lên đến 22 – 25 triệu tấn thép.

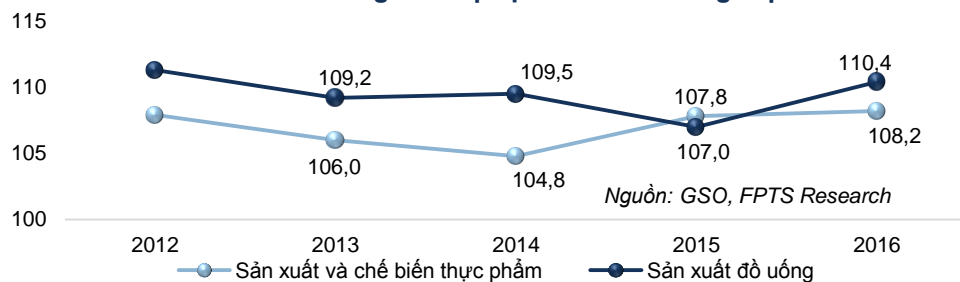
Dự báo nhu cầu tiêu thụ thép của Việt Nam


Nguồn: VSA & Bộ Công Thương, FPTs Research

Ngành bất động sản và ngành xây dựng trong nước phát triển mạnh nên sản lượng thép xây dựng sản xuất và tiêu thụ vẫn giữ được mức khá cao với mức tăng trưởng sản lượng sản xuất trong năm 2016 đạt 20,8%. Việt Nam là nước đang phát triển trong giai đoạn công nghiệp hóa, nên nhu cầu thép nội địa sẽ tiếp tục tăng mạnh trong tương lai. Với tốc độ tăng trưởng ngành thép Việt Nam được dự báo ở mức 15% trong giai đoạn 5 năm tới (xem Báo cáo ngành thép FPTs T4/2017 - [tại đây](#)), sẽ giúp gia tăng sản lượng tiêu thụ nhiên liệu khí CNG cho sản xuất trong tương lai.

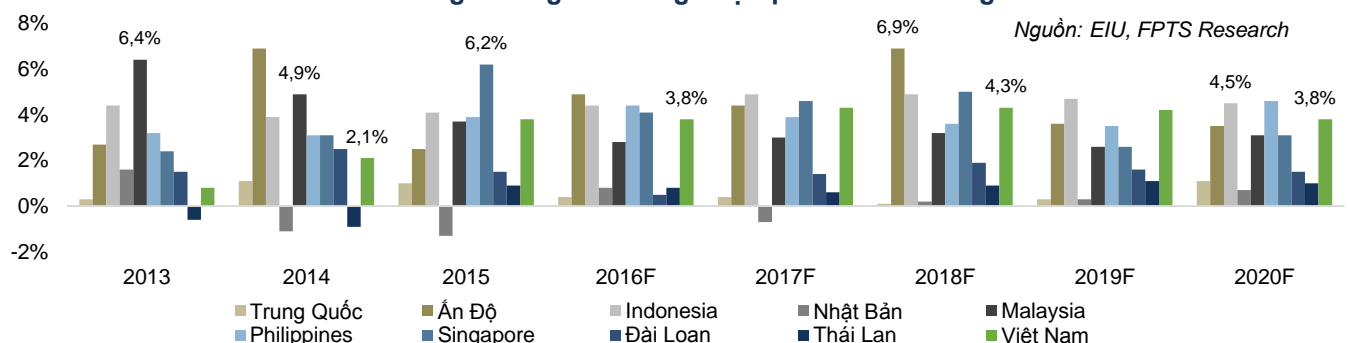
1.4.2. Doanh nghiệp ngành thực phẩm

Năm 2016, các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm đóng góp khoảng 231,5 tỷ đồng doanh thu cho CNG VN với sản lượng cung cấp khoảng 41,9 triệu Sm³ khí/năm, chủ yếu dùng làm nhiên liệu trong quá trình chế biến sản phẩm. Đối với những doanh nghiệp thực phẩm, khí nén có chi phí tỏa nhiệt thấp hơn so với LPG, dầu DO và dầu FO trung bình 10-20% sẽ giúp doanh nghiệp giảm giá thành sản phẩm. Ưu điểm luôn duy trì nhiệt trị ổn định cũng giúp việc vận hành máy móc thiết bị dễ dàng hơn. Đồng thời, khí nén có thành phần ổn định, không tạp chất và khi cháy hầu như không phát thải CO₂, SO_x, NO_x nên tránh tình trạng nhiễm chéo các chất độc hại từ nhiên liệu như DO, FO sang thực phẩm chế biến. Bên cạnh đó, với tính chất vật lý nhẹ hơn không khí nên khí CNG sẽ nhanh chóng bốc lên cao khi bị rò rỉ nên hạn chế tối đa nguy cơ cháy nổ do sự tích tụ khí như các loại nhiên liệu khác như xăng dầu, LPG. Với những lợi thế trên, hiện nay đã có nhiều doanh nghiệp chế biến thực phẩm đồ uống lớn trong nước ưu tiên sử dụng khí CNG trong quá trình sản xuất.

Chỉ số sản xuất ngành thực phẩm và đồ uống Việt Nam


Nguồn: GSO, FPTs Research

Ngành thực phẩm và đồ uống Việt Nam đang phục hồi với chỉ số sản xuất của ngành đã tăng trở lại từ mức 107,8 đối với lĩnh vực sản xuất và chế biến thực phẩm và 107,0 của lĩnh vực sản xuất đồ uống năm 2015 lên mức tương ứng 108,2 và 110,4 vào năm 2016.

Tăng trưởng tiêu dùng Thực phẩm và Đồ uống


Nguồn: EIU, FPTs Research

Tốc độ tăng trưởng tiêu dùng năm 2015 của thực phẩm và đồ uống Việt Nam theo giá so sánh đạt mức 3,8%. Theo dự báo của EIU trong giai đoạn 2016-2020, tiêu thụ thực phẩm và đồ uống Việt Nam tăng trưởng với mức trung bình 4,1%/năm. Dự báo đến năm 2020, Việt Nam là nước có tăng trưởng tiêu dùng thực phẩm và đồ uống cao thứ 3 trong nhóm các nước châu Á được khảo sát. Mặc dù tốc độ tăng trưởng ngành thực phẩm không cao so với nhóm vật liệu xây dựng, nhưng triển vọng khá tích cực của ngành thực phẩm và đồ uống, sẽ đóng góp vào gia tăng sản lượng nhiên liệu khí CNG tiêu thụ trong những năm tới.

1.4.3. Doanh nghiệp ngành vận tải

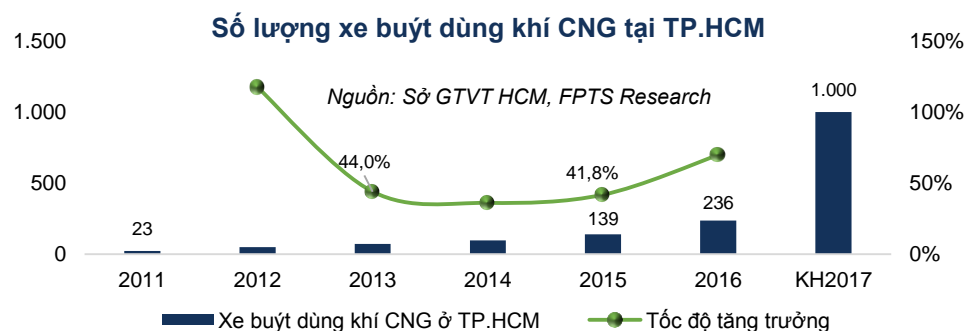
Nhóm khách hàng khác chiếm khoảng 29% doanh thu của CNG VN với lượng khí tiêu thụ năm 2016 khoảng 20,3 triệu Sm³. Trong đó, khách hàng là doanh nghiệp sử dụng khí CNG làm nhiên liệu trong vận tải có tiềm năng nhất. Phát triển giao thông sử dụng nhiên liệu thân thiện với môi trường đang là xu hướng chung của thế giới và Việt Nam.

Hiện nay, do khí CNG là nhiên liệu mới và trạm nạp khí còn rất hạn chế nên ở Việt Nam khí CNG mới chỉ được sử dụng cho xe buýt. Xe buýt dùng khí CNG có nhiều ưu điểm như tiết kiệm 20-23% chi phí nhiên liệu so với các xe buýt dùng dầu DO trong cùng cự ly. Đồng thời, so với động cơ xăng và dầu DO thì xe sử dụng khí CNG có động cơ vận hành êm, các khí độc hại giảm từ 53-63%, khí CO₂ giảm 20%, không gây bụi và khói đen.

	Xe buýt dùng CNG	Xe buýt dùng DO, Xăng
Chi phí đầu tư	2,75 tỷ/chiếc	1,6-2,4 tỷ/chiếc
Chi phí nhiên liệu	77-80%	100%
Vận hành	Động cơ êm	Kém hơn CNG
Khí độc	53-63%	100%
Khí CO₂	80%	100%
Bụi và khói đen	Không	Có

Nguồn: FPTs Research

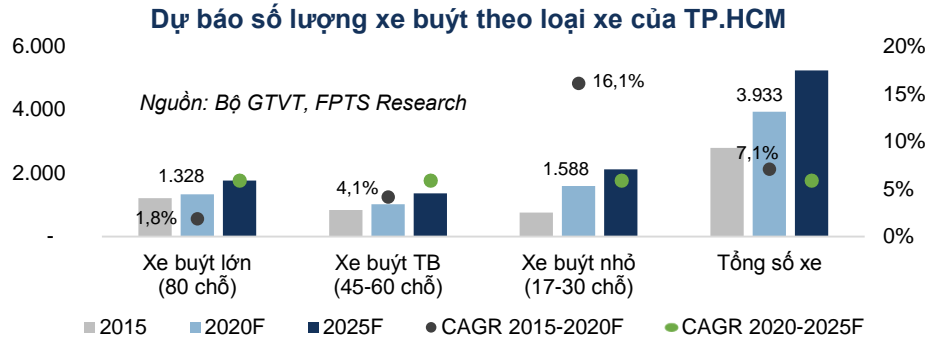
Xe buýt sử dụng khí CNG được xem là giải pháp tối ưu cho giao thông xanh và đang nhận được sự hưởng ứng của nhiều doanh nghiệp cũng như địa phương. Hiện nay, một số tỉnh đang thực hiện đề án triển khai xe buýt sử dụng nhiên liệu khí CNG thay cho Diesel để giảm ô nhiễm môi trường gồm TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai và Quảng Ninh. Trong đó, TP.HCM là tiên phong trong công tác chuyển đổi xe diesel sang khí CNG.



Theo thống kê của Sở Giao thông vận tải Hồ Chí Minh (GTVT HCM), khi Thành phố thực hiện thí điểm dự án xe buýt dùng khí CNG năm 2011 chỉ với 23 xe thì đến năm 2016 số lượng xe buýt sử dụng

CNG trên địa bàn TP.HCM đã là 236 xe, tăng 10,3 lần trong 5 năm. Các xe này thuộc các đơn vị như Liên hiệp HTX Vận tải TP.HCM, HTX 19/5, Công ty Xe khách Sài Gòn...

Sở GTVT HCM đã có đề án đổi mới 1.680 xe buýt trong giai đoạn 2015-2017, UBND TP.HCM đã chấp thuận chính sách hỗ trợ cho các đơn vị vận tải đổi mới xe buýt, đặc biệt là các xe buýt sử dụng khí CNG. Trong năm 2017, TP.HCM sẽ đẩy mạnh việc thay thế xe buýt dùng nhiên liệu diesel và số lượng xe buýt sử dụng CNG dự kiến sẽ đạt 1.000 xe.



Bên cạnh đó, Bình Dương cũng đã khuyến khích các doanh nghiệp vận tải công cộng sử dụng xe buýt dùng nhiên liệu CNG và có 9 xe buýt dùng khí CNG vào năm 2015 và đến năm 2016 đầu tư được 15 chiếc xe buýt dùng khí CNG với chủ đầu tư là Công ty TNHH Xe buýt Becamex Tokyu (Nhật Bản). Hiện nay, CNG VN đã ký hợp đồng với công ty này để xây dựng trạm nạp cung cấp khí CNG.

Ngoài ra, Đồng Nai cũng đã có kế hoạch chuyển xe buýt sử dụng nhiên liệu diesel sang khí CNG. Trong đó, ở giai đoạn 1 từ 2015-2020, sẽ tập trung thay thế khoảng 6 tuyến xe buýt đang hoạt động với 43 xe B60 (60 chỗ) và 119 xe B80 (80 chỗ) sang dùng nhiên liệu khí CNG. Giai đoạn 2 từ 2020-2030, sẽ sử dụng toàn mạng lưới vận tải hành khách công cộng của tỉnh với 15 tuyến đang hoạt động và 7 tuyến dự kiến mở mới với 373 xe B60 và 20 xe B80 bằng loại xe dùng khí CNG để đảm bảo tiêu chuẩn khí thải. Tuy nhiên, hiện nay đề án vẫn chưa được thực hiện do chưa tìm được về nhà sản xuất xe buýt dùng khí CNG phù hợp.

Mạng cung cấp khí CNG cho hoạt động giao thông vận tải công cộng đang là phân khúc tiềm năng của CNG VN, bên cạnh mạng cung cấp khí cho các khách hàng công nghiệp. Sử dụng nhiên liệu sạch, thân thiện môi trường vẫn đang là ưu tiên hàng đầu khi phát triển hệ thống giao thông công cộng. Trong đó, xe buýt sử dụng nhiên liệu khí CNG vẫn đang được khuyến khích phát triển trong tương lai.

Hiện nay, trong mạng cung cấp khí CNG cho xe buýt thì PGS có thị phần lớn nhất ở khu vực TP.HCM. Do đó, CNG VN sẽ khó khăn để mở rộng ở thị trường lớn này. Tuy nhiên, CNG VN vẫn có nhiều thế mạnh ở thị trường khác như Bình Dương, Đồng Nai và Quảng Ninh.

1.5. Triển vọng tăng trưởng doanh thu

Tiềm năng tăng trưởng của thị trường và khách hàng

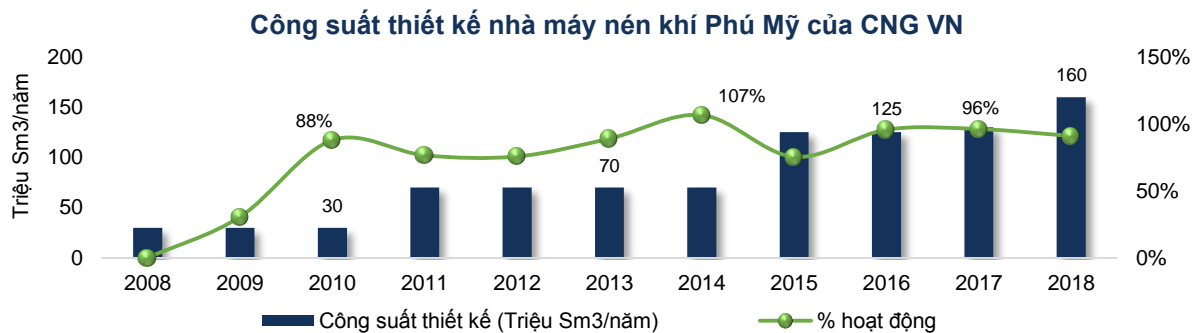
Như đã phân tích ở trên, CNG VN sẽ có những tăng trưởng tốt về sản lượng, do nhu cầu khí nén trong tương lai vẫn còn khá lớn từ khách hàng công nghiệp với tốc độ tăng trưởng kép dự báo vào giai đoạn 2017-2022 khoảng 4,5%/năm. Trong đó, đóng góp lớn nhất là khách hàng lớn đã hợp tác với CNG VN lâu dài, đặc biệt là các hợp đồng cung cấp khí nén độc quyền tại các khu công nghiệp. Đồng thời, CNG VN sẽ đẩy mạnh tìm kiếm các khách hàng ở khu vực xa nguồn khí hơn và những doanh nghiệp có nhu cầu khí nén mới gia nhập ngành. Thêm vào đó, thị trường dầu mỏ được dự báo phục hồi sẽ cải thiện tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của CNG VN trong những năm tới. Đồng thời, giá dầu tăng sẽ tạo cơ hội cho CNG VN mở rộng sang thị trường mà đối với giá khí thấp thì không thể phát triển được như khu vực Tây Nam Bộ hay miền Bắc.

Tình hình công suất và kế hoạch nâng công suất sản xuất

Bên cạnh động lực tăng trưởng doanh thu từ nhu cầu khách hàng và thị trường dầu mỏ, thì tăng trưởng doanh thu của CNG VN còn đến từ việc mở rộng nhà máy - thúc đẩy tăng sản lượng khí nén

cung cấp của CNG VN. Tính đến năm 2016, ở thị trường miền Nam khí nén được cung cấp từ nhà máy nén Phú Mỹ của CNG VN có công suất thiết kế khoảng 95 triệu Sm³/năm. Ở miền Bắc, CNG VN mua khí nén từ PVGas qua đường ống của PVGasD với công suất cung cấp 30 triệu Sm³/năm.

Trong những năm gần đây công suất sản xuất khí nén của CNG VN đã gần chạm mức giới hạn với công suất đã đạt 95,7%. Trong đó, công suất sản xuất của nhà máy Phú Mỹ (miền Nam) đạt 97,3% công suất và nhà máy miền Bắc mới đưa vào hoạt động năm 2015 cũng đã đạt 90,7% công suất.



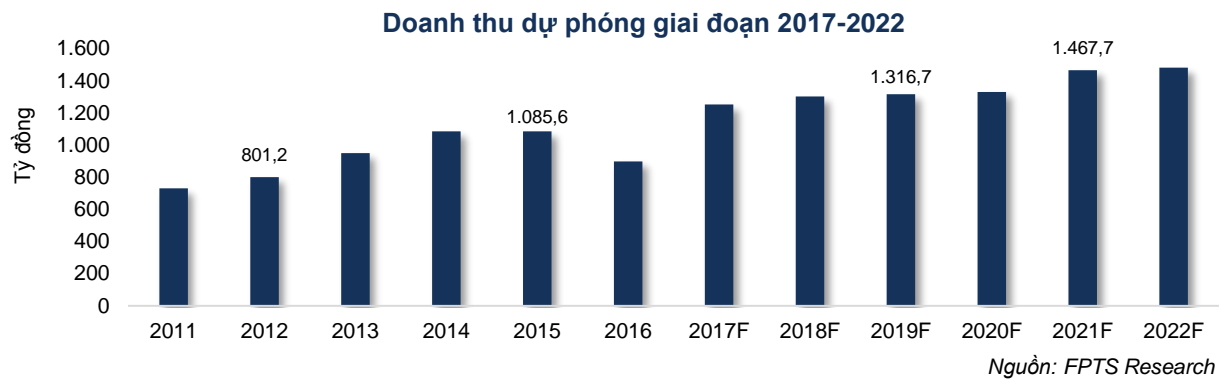
Nguồn: CNG, FPTs Research

Ban lãnh đạo CNG VN cho biết năm 2018 sẽ nâng công suất nhà máy nén Phú Mỹ lên 130 triệu Sm³/năm. Ở khu vực miền Bắc, CNG VN hiện chưa đầu tư nhà máy nén mà mua khí nén từ PVGas qua đường ống của PVGasD. Với tình trạng khó khăn chung của toàn ngành và chủ trương hạn chế phát triển ở thị trường này của Tập đoàn thì CNG VN chưa công bố thời gian cụ thể đầu tư nhà máy nén ở khu vực phía Bắc.

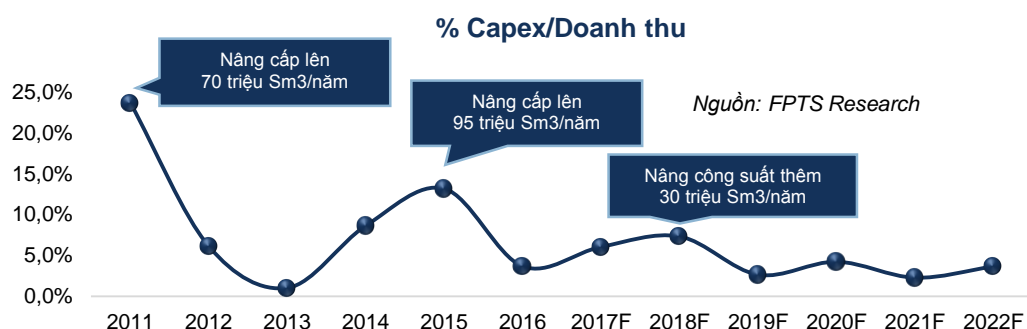
Dự báo doanh thu thuần của CNG VN

Dựa vào các phân tích ở các phần trên, chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu của CNG VN trong giai đoạn 2017-2022 như sau:

- Đối với sản lượng khí:** chúng tôi ước tính sản lượng khí gia tăng dựa vào công suất thiết kế tăng thêm theo nhu cầu của các khách hàng của CNG VN thuộc các nhóm ngành công nghiệp sản xuất trong nước. CNG VN sẽ hoạt động với công suất 96% vào năm 2017 với tổng công suất thiết kế là 130 triệu Sm³/năm, sau đó công suất thiết kế sẽ tăng lên mức 160 triệu vào năm 2018. Theo chúng tôi, lợi thế cạnh tranh trong mảng cung cấp khí nén trong nước của CNG VN sẽ vẫn duy trì do thế mạnh về nguồn khí và nguồn lực từ Công ty mẹ (PVGas), sản lượng hàng năm của CNG VN sẽ duy trì mức 95% công suất thiết kế 160 triệu Sm³/năm từ 2022 và trong dài hạn.
- Đối với giá bán khí:** chúng tôi kết hợp giữa giá bán của doanh nghiệp và dự phóng giá bán của chúng tôi dựa vào công suất thiết kế tăng thêm và dự báo về triển vọng của thị trường dầu mỏ. Nhu cầu khí thiên nhiên trong nước vẫn tiếp tục tăng đồng thời CNG VN vẫn duy trì lợi thế về cung cấp khí nén trong nước nên việc gia tăng sản lượng của CNG VN sẽ được khách hàng tiêu thụ ở mức cao. Đồng thời theo dự báo của chúng tôi, giá dầu trong ngắn hạn vẫn sẽ quanh mức 50-55 USD/thùng và giá dầu sẽ tăng lên với mức 60 USD/thùng vào 2021-2022 (*Xem chi tiết ở phần dự báo giá dầu - [tại đây](#)*). Do đó chúng tôi đánh giá, khi giá dầu tăng lên ngưỡng 60 USD/thùng thì giá bán khí của CNG VN sẽ tăng lên khoảng 35,0% so với mức giá bán 8,3 USD/MMBtu của năm 2016.
- Theo chúng tôi, CNG VN sẽ có những tăng trưởng tốt về sản lượng do nhu cầu khí nén trong tương lai vẫn còn khá lớn từ khách hàng công nghiệp, tốc độ tăng trưởng kép dự báo vào giai đoạn 2017-2022 vào khoảng 4,0%/năm. Trong đó, đóng góp lớn nhất là khách hàng lớn đã hợp tác với CNG VN lâu dài, đặc biệt là các hợp đồng cung cấp khí nén độc quyền tại các khu công nghiệp. Đồng thời, CNG VN sẽ đẩy mạnh tìm kiếm các khách hàng ở khu vực xa nguồn khí hơn và những doanh nghiệp có nhu cầu khí nén mới gia nhập ngành. Thêm vào đó, thị trường dầu mỏ được dự báo phục hồi sẽ cải thiện tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của CNG VN trong những năm tới.



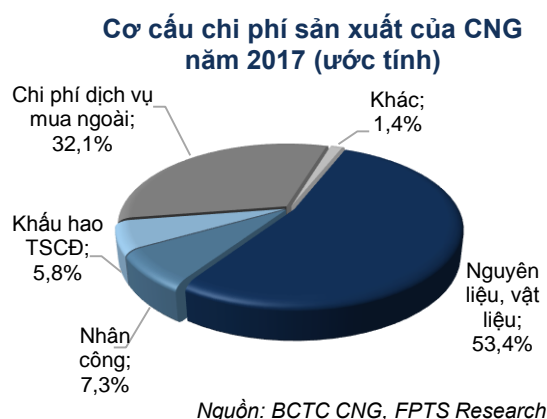
Với kỳ vọng về sự phục hồi của giá dầu và tăng sản lượng tiêu thụ khí nén, tổng doanh thu của CNG VN dự báo sẽ tăng từ mức 898 tỷ đồng vào năm 2016 và sẽ đạt 1.529,7 tỷ đồng vào năm 2022 với CAGR khoảng 3,4%/năm, cao hơn mức 2,1%/năm của giai đoạn 2011-2016.



Doanh thu của CNG VN tăng đến từ tăng trưởng sản lượng của khách hàng hiện hữu và gia tăng công suất nhà máy thông qua đầu tư thêm trạm nén. Năm 2015, CNG VN nâng cấp nhà máy Phú Mỹ và phát triển thị trường miền Bắc nên hoạt động chi đầu tư của CNG VN tăng mạnh, sau đó CNG VN chỉ đầu tư duy trì. Dự kiến, năm 2018 CNG VN sẽ nâng công suất nhà máy thêm 30 triệu Sm³ nên khoản chi đầu tư của CNG VN tăng lên mức 7,3% doanh thu. Theo chúng tôi, CNG VN không đầu tư lớn kể từ năm 2018 vì số lượng khách hàng sử dụng khí nén số lượng lớn, nhất là thị trường miền Nam đã chuyển sang dùng khí nén, chúng tôi dự báo tỷ lệ Capex/doanh thu của CNG VN sau khi đầu tư thêm vào năm 2018 sẽ duy trì ở mức 3-4%.

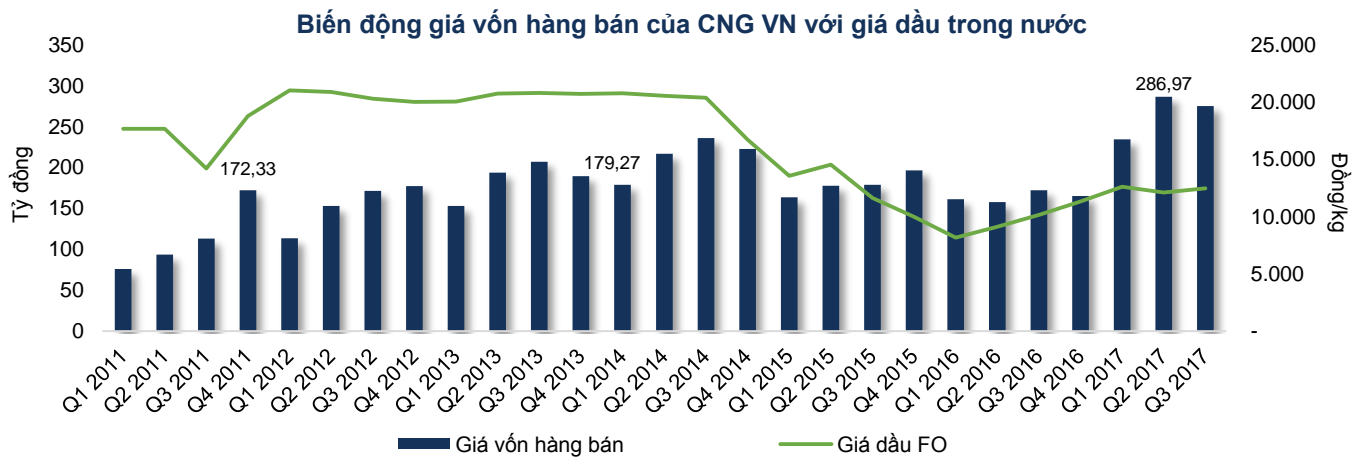
2. Lợi nhuận gộp

2.1. Cơ cấu chi phí sản xuất



Trong cơ cấu chi phí sản xuất khí nén của CNG VN, nguyên liệu khí đầu vào chiếm tỷ trọng lớn nhất, theo ước tính chi phí này chiếm khoảng 53,4% tổng chi phí sản xuất năm 2017. Do đó, biến động giá khí đầu vào ảnh hưởng lớn đến chi phí sản xuất và lợi nhuận của CNG VN.

Giá bán khí của CNG VN được quyết định bởi PVGas và vận chuyển thông qua đường ống của PVGasD. Theo lộ trình tăng giá khí trước đây của PVGas, giá khí sẽ tăng 10% mỗi năm. Tuy nhiên, bắt đầu từ năm 2015, giá khí đầu vào sẽ được thực hiện theo chính sách mới là neo theo giá dầu FO. Với việc điều chỉnh chính sách giá đầu vào thả nổi theo giá dầu FO, rủi ro tăng giá khí đầu vào liên tục hàng năm đã được loại bỏ nhưng sự biến động của nó sẽ nhiều và mang tính thị trường hơn.



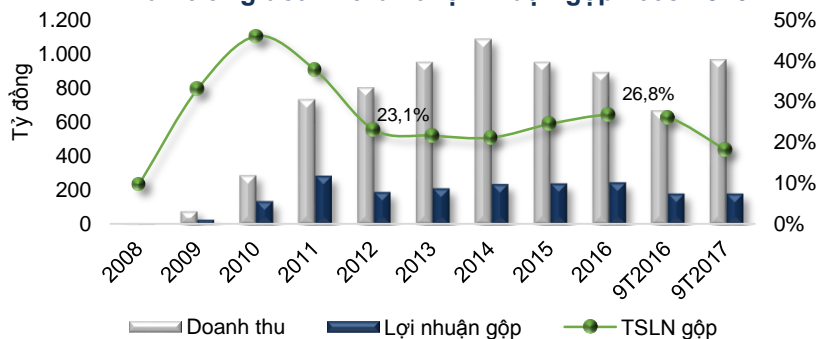
Nguồn: PLX & CNG, FPTs Research

Do chi phí nguyên liệu khí đầu vào của CNG VN neo theo giá dầu FO kể từ năm 2015, do đó giá vốn hàng bán của CNG VN biến động cùng chiều với giá dầu FO trong nước. Cụ thể từ quý 1 năm 2015 đến quý 3 năm 2017, giá vốn hàng bán của CNG VN có độ tương quan mạnh với giá dầu FO với độ tương quan khoảng 48,0% (giá vốn hàng bán chưa loại trừ các chi phí sản xuất khác như khấu hao, chi phí nhân công, chi phí dịch vụ mua ngoài và chi phí khác bằng tiền). Theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ giá tham chiếu trung bình của chi phí nguyên liệu khí của CNG VN năm 2017 vào khoảng 36,0% giá dầu FO.

Bên cạnh chi phí nguyên liệu khí thì chi phí dịch vụ mua ngoài, chi phí nhân công và chi phí khấu hao cũng là những loại chi phí đáng kể khác của CNG VN, chiếm lần lượt 32,1%, 7,3% và 5,8% trong tổng chi phí đầu vào.

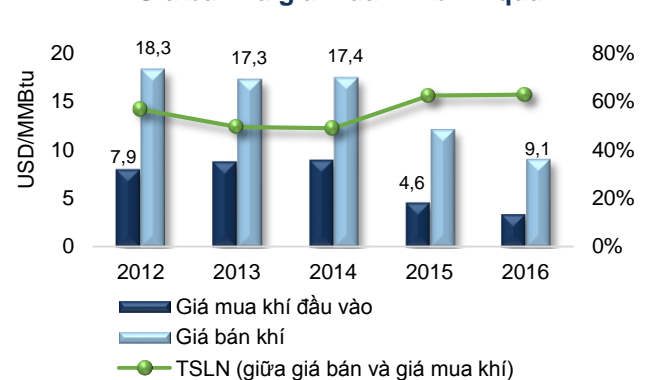
2.2. Tỷ suất lợi nhuận gộp

Xu hướng doanh thu và lợi nhuận gộp 2008-2016



Nguồn: BCTC CNG, FPTs Research

Giá bán và giá mua khí bình quân



Do lợi thế về sản phẩm như đã phân tích ở trên ([Xem lại lợi thế về sản phẩm – tại đây](#)) và nguồn khí với giá cạnh tranh từ công ty mẹ (PVGas). Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp của CNG VN trong 5 năm gần nhất đạt trung bình khoảng 23,4%/năm, cao hơn rất nhiều so với mức 14,4%/năm của ngành.

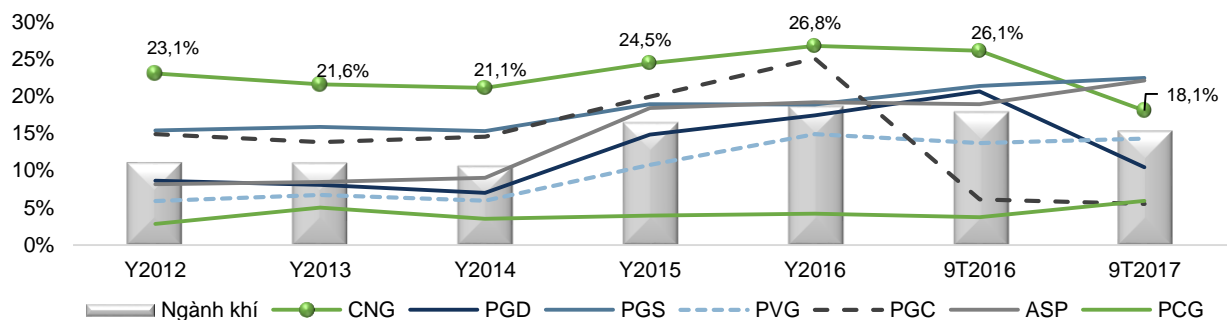
Biên lợi nhuận gộp của CNG VN có thay đổi lớn từ giai đoạn 2012-2014 sang giai đoạn 2015-2016. Nguyên nhân là do trong giai đoạn 2012-2014 PVGas chưa thay đổi chính sách giá bán khí cho CNG VN vẫn theo chính sách cũ là cố định giá bán trong năm và điều chỉnh hàng năm, do đó biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn này của CNG VN ổn định ở mức trung 21,4%/năm. Kể từ năm 2015, khi giá mua khí đầu vào của CNG VN được PVGas chấp thuận thả nổi theo giá dầu FO và không cố định như trước cùng với giá dầu suy giảm đã làm giá nguyên liệu đầu vào ở mức thấp. Đồng thời, giá bán khí của CNG VN cũng thực hiện chiết khấu theo biến động của giá dầu, nhưng tốc độ giảm của giá bán khí thấp hơn tốc độ giảm của giá mua khí đầu vào nên biên lợi nhuận của CNG VN trong năm 2015 và năm 2016 tăng lên mức khá cao với 26,8% vào năm 2016.

Tuy nhiên, trong 9 tháng đầu năm 2017 thì biên lợi nhuận gộp của CNG VN giảm do với cùng kỳ năm 2016, nguyên nhân là do nguồn khí thiên nhiên trong nước có chi phí khai thác thấp đã dần hết và nguồn khí hiện tại có chi phí khai thác cao hơn dẫn đến tỷ lệ tham chiếu theo giá dầu để tính giá bán

khí cho CNG VN tăng cao hơn so với những năm trước. Bên cạnh đó, để đảm bảo tính cạnh tranh so với nguyên liệu FO, DO và LPG nên CNG VN không thể thay đổi chính sách để tăng giá bán lên quá cao.

Theo đánh giá của chúng tôi, rủi ro nguồn khí trong nước là rủi ro chung của các doanh nghiệp kinh doanh khí trừ các doanh nghiệp kinh doanh LPG có thể giảm ảnh hưởng bằng việc nhập LPG từ nước ngoài. Điển hình có thể thấy ngoài CNG VN, còn có PVGasD (PGD) cũng bị ảnh hưởng nặng với biên lợi nhuận gộp 9 tháng năm 2017 của PGD chỉ 10,5% giảm 49,3% so với cùng kỳ năm 2016. Mặc dù biên lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm 2017 của CNG VN giảm so với cùng kỳ nhưng vẫn đạt 18,1%, vẫn là mức cao so với những doanh nghiệp khác trong ngành và cao hơn mức 15,3% của trung bình ngành khí.

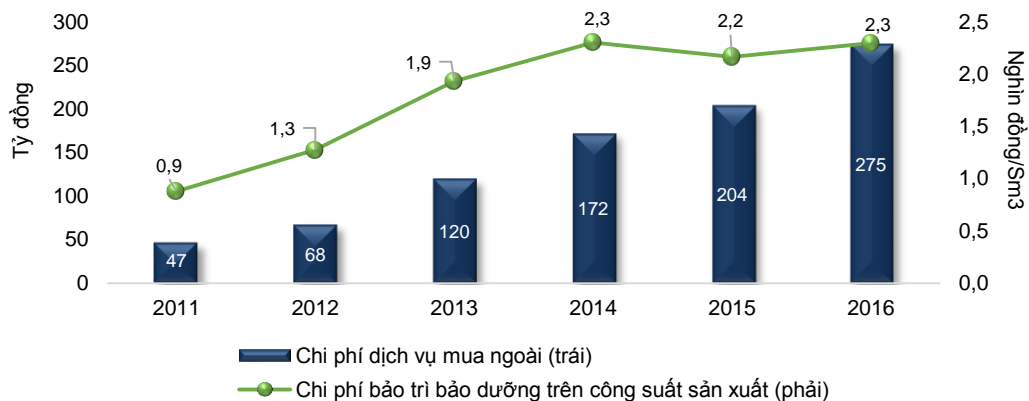
Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp khí 2012-9T2017



Nguồn: BCTC, FPT Research

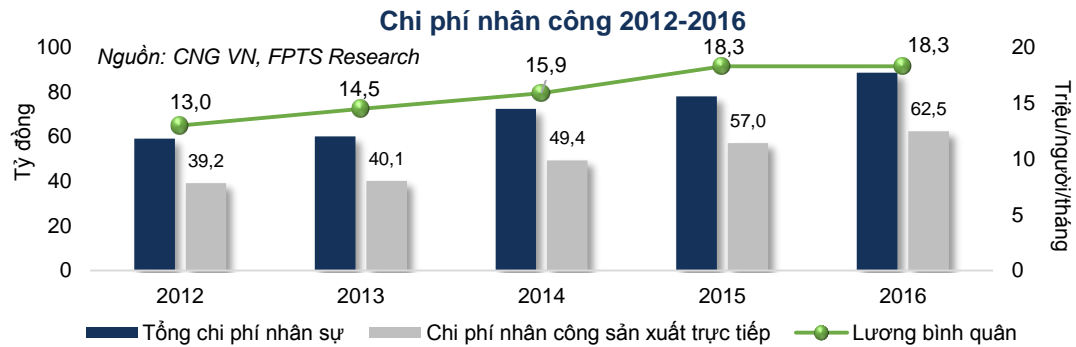
Như vậy có thể thấy giá khí đầu vào có ảnh hưởng rất lớn đến doanh thu của CNG VN. Ngoài ra, với tỷ trọng 32,1% trong cơ cấu chi phí đầu vào, thì chi phí dịch vụ thuê ngoài cũng là một yếu tố có tác động lớn đến chi phí sản xuất của CNG VN.

Chi phí dịch vụ mua ngoài



Chi phí dịch vụ mua ngoài của CNG VN chủ yếu là chi phí thuê ngoài bảo trì bảo dưỡng máy móc thiết bị sản xuất. Trong đó, chi phí này tăng theo công suất sản xuất hàng năm của CNG VN từ 67,6 tỷ đồng năm 2012 và lên 274,5 tỷ đồng vào năm 2016. Chi phí bảo trì bảo dưỡng trên công suất sản xuất của CNG VN không tăng mạnh trong 3 năm trở lại đây chỉ dao động ở mức 2,3 nghìn đồng/Sm³ khí sản xuất và chi phí này sẽ giữ mức ổn định trong những năm tới.

Bên cạnh chi phí nguyên liệu và chi phí dịch vụ thuê ngoài, chi phí nhân công chiếm 7,3% trong cơ cấu chi phí sản xuất của CNG VN và chi phí khấu hao chiếm 5,8%. Nhìn chung, chi phí nhân công sản xuất của CNG VN có xu hướng tăng trong những năm qua từ 39,2 tỷ đồng năm 2012 lên 62,5 tỷ đồng năm 2016, chủ yếu là phục vụ nhu cầu gia tăng sản lượng khí. Tuy nhiên, giai đoạn 2015-2016 tốc độ tăng chi phí nhân công không nhiều do nhu cầu gia tăng sản lượng của CNG VN không tăng quá mạnh như những năm trước và chi phí nhân công sản xuất trực tiếp chỉ quanh 57-62 tỷ mỗi năm.

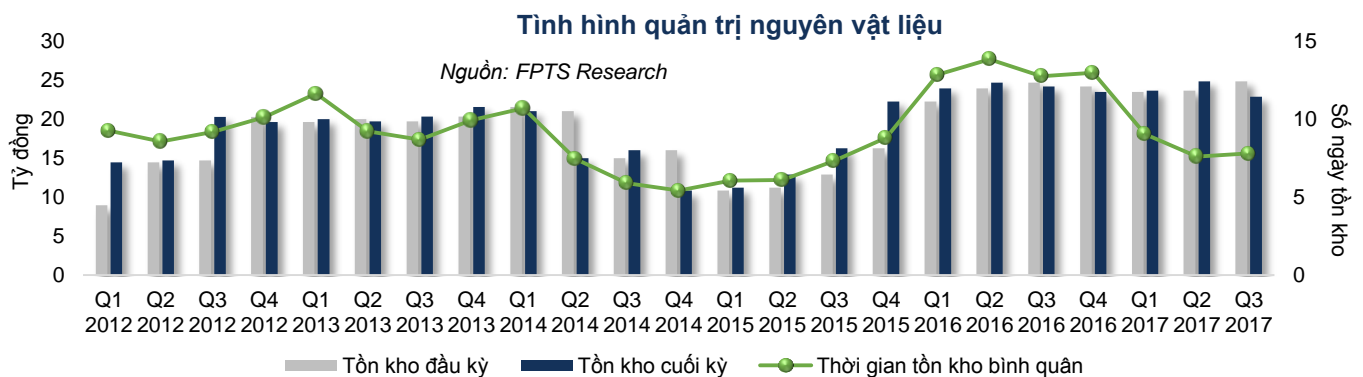


Đối với chi phí khấu hao, kể từ năm 2015 CNG VN thực hiện khấu hao nhanh đối với máy móc thiết bị và phương tiện vận tải dùng cho việc sản xuất, chiết nạp khí CNG. Bên cạnh đó, nhiều máy móc và thiết bị của CNG VN cũng đã hết khấu hao giúp chi phí khấu hao giảm dần qua từng năm. CNG VN cũng cho biết, những thiết bị này mặc dù hết khấu hao nhưng đang hoạt động rất tốt và không làm tăng thêm đáng kể chi phí bảo trì bảo dưỡng. Dự kiến chi phí khấu hao năm 2017 khoảng 45 tỷ đồng, giảm khoảng 26% yoy. Trong năm 2018, CNG VN sẽ hoàn thành nâng công suất nhà máy thêm 30 triệu Sm³/năm do đó khấu hao sẽ tăng lên khoảng 66,01 tỷ đồng.



2.3. Tình hình quản trị nguyên vật liệu

2.3.1. Chính sách tồn kho nguyên vật liệu

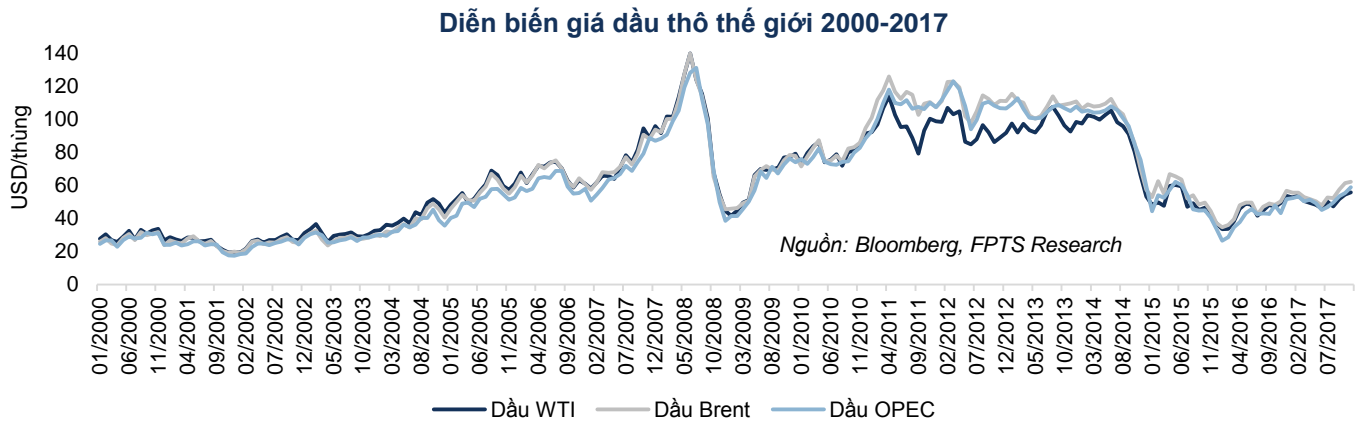


Đặc thù sản phẩm khí thiên nhiên là sản phẩm có thời gian lưu trữ ngắn, do đó thời gian tồn kho bình quân nguyên liệu khí của CNG VN thường từ 7-15 ngày. Việc không lưu trữ khí thiên nhiên quá lâu giúp giảm sự hao hụt về lượng khí. Đồng thời, hợp đồng cung cấp khí nén của CNG VN với khách hàng thường được ký dài hạn với sản lượng cam kết trước đó nên việc tích trữ hàng tồn kho từ 1-2 tuần đủ cho CNG VN phục vụ nhu cầu phát sinh của khách hàng và tối ưu hóa lợi ích dòng tiền.

Bên cạnh đó, do hiện nay giá dầu trong nước được Bộ Công Thương điều chỉnh 2 lần tháng sẽ ảnh hưởng đến giá bán khí nén, nên việc dự trữ hàng tồn kho dưới 15 ngày sẽ giúp CNG VN đối phó diễn biến bất thường của giá dầu. Trong năm 2014, khi giá dầu tăng lên quá nóng thời gian dự trữ nguyên vật liệu của CNG VN chỉ khoảng 7-8 ngày với giá trị tồn kho khoảng 10 tỷ đồng. Đến giai đoạn giá dầu ở mức thấp từ quý 2/2015 đến nay, CNG VN đã tăng tích trữ nguyên liệu khí lên 14-15 ngày và lượng nguyên liệu tồn kho tăng lên gần 25 tỷ đồng để giảm chi phí nguyên liệu trong những kỳ sau. Trong 3

quý đầu năm 2017, giá trị nguyên liệu tồn kho vẫn ở mức cao nhưng thời gian tồn kho nguyên liệu đã giảm xuống phân nửa do nhu cầu khí gia tăng nên CNG VN phải gia tăng sản lượng cung cấp. CNG VN không gia tăng hàng tồn kho quá lớn trong giai đoạn này vì hiện tại CNG VN đã đáp ứng được nhu cầu khí của những khách hàng lớn, đồng thời giá dầu vẫn đang diễn biến phức tạp nên việc duy trì thời gian tồn kho khoảng 7-8 sẽ an toàn CNG VN.

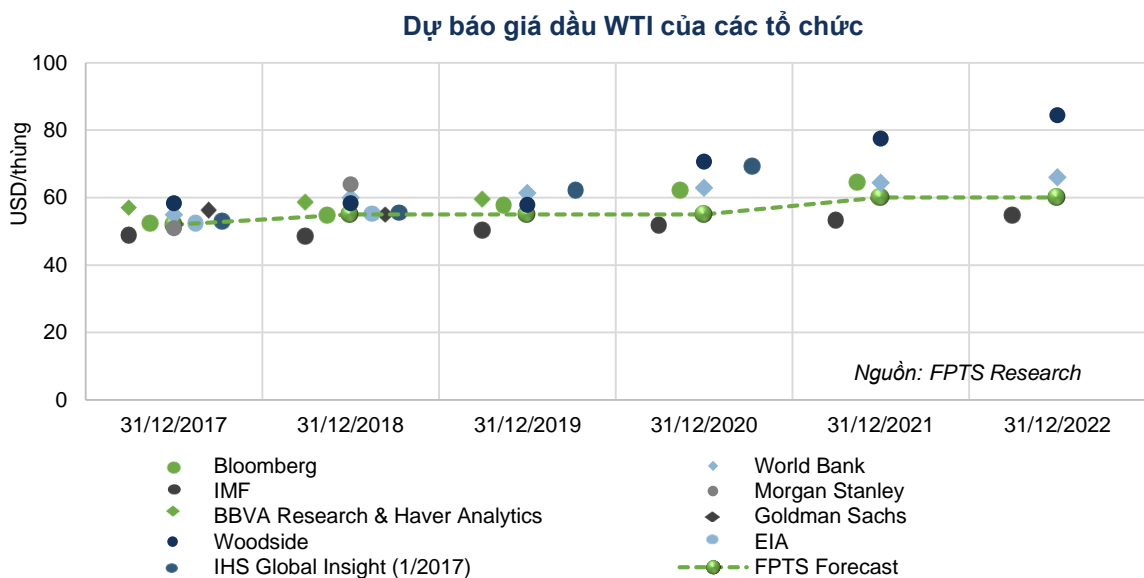
2.3.2. Xu hướng giá nguyên liệu khí trong thời gian tới



Như đã phân tích ở trên, giá nguyên liệu khí thiên nhiên và giá bán khí cho khách hàng của CNG VN được neo theo giá dầu FO nên những diễn biến của thị trường dầu mỏ có ảnh hưởng rất lớn đến kết quả hoạt động kinh doanh của CNG VN.

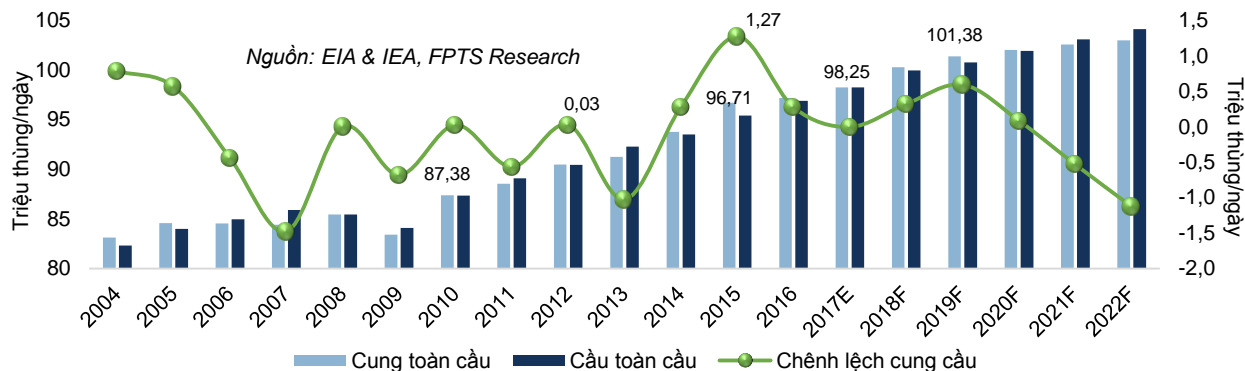
Trong những năm gần đây giá dầu xuống mức rất thấp, nhất là vào cuối năm 2015 với giá dầu rơi xuống còn khoảng 30 USD/thùng, đây là mức thấp nhất kể từ cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2008-2009. Kể từ đầu năm 2016, giá dầu đã hồi phục trở lại nhưng vẫn chưa phục hồi ở mức cao như giai đoạn 2010-2014. Trung bình 11 tháng năm 2017, giá dầu thế giới đã phục hồi lên mức trung bình 52,0 USD/thùng tăng 30,7% so với mức 39,8 USD/thùng của cùng kỳ năm 2016.

Theo dự báo, giá dầu thế giới sẽ phục hồi trở lại sau thời gian lao dốc (xem chi tiết ở Báo cáo ngành Khí tháng 08/2017 – [tại đây](#)). Theo dự báo của các tổ chức trong giai đoạn 2017-2022, giá dầu sẽ phục hồi ở mức 55-60 USD/thùng trong giai đoạn 2017-2019 và sau đó sẽ tăng lên mức 60-70 USD/thùng.



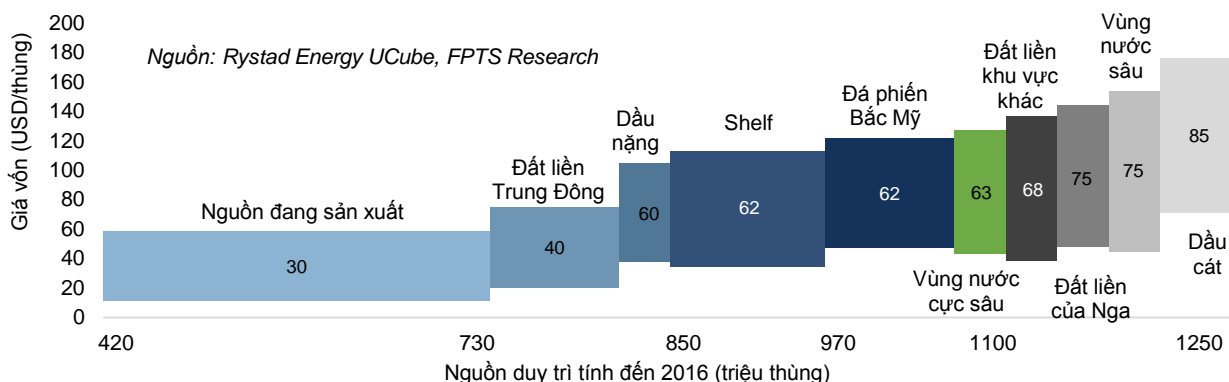
Xét về cung cầu dầu mỏ, mặc dù nhu cầu dầu mỏ năm 2016 tăng nhanh hơn phía cung nhưng lượng cung vẫn vượt lượng cầu 0,28 triệu thùng/ngày. Ước tính cả năm 2017, cung cầu ở mức ngang bằng nhau khoảng 98,25 triệu thùng/ngày. Dự báo, cung sẽ vượt cầu 0,32 triệu thùng/ngày vào năm 2018, khoảng 0,59 triệu thùng/ngày vào năm 2019 và 0,09 triệu thùng/ngày vào năm 2020. Sau đó, lượng cung sẽ thiếu hụt 0,53 triệu thùng vào năm 2021 và 1,13 triệu thùng vào năm 2022.

Cung cầu dầu mỏ và sản phẩm từ dầu mỏ



Dựa vào yếu tố về cung cầu dầu mỏ toàn cầu, theo dự báo thận trọng của chúng tôi về giá dầu WTI trong ngắn hạn vẫn sẽ ở mức 50-55 USD/thùng và giá dầu sẽ tăng lên với mức 60 USD/thùng vào 2021-2022.

Giá vốn dầu mỏ theo loại năm 2016

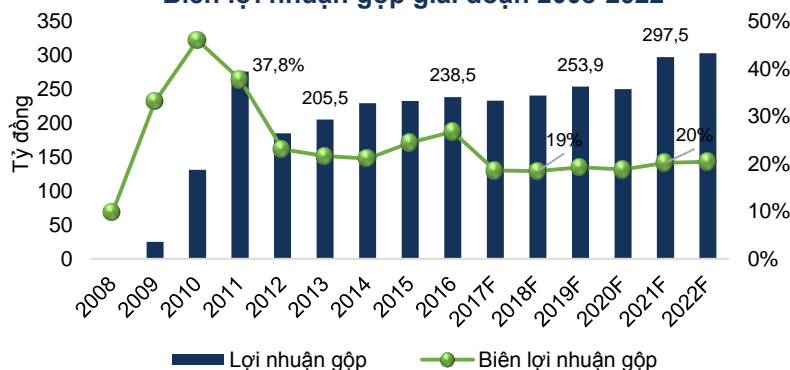


Theo chúng tôi, giá dầu ở mức 60 USD/thùng sẽ chạm ngưỡng sản xuất của nhiều nguồn cung khi giá dầu ở mức thấp chưa khai thác được, sẽ gia tăng khiến giá dầu sẽ khó vượt qua mức này trong khi dự báo nhu cầu tăng trưởng dầu mỏ ngày càng giảm.

Với dự báo về sự phục hồi của giá dầu, chúng tôi nhận thấy giá bán khí của CNG VN sẽ tăng do tác động từ của thị trường dầu mỏ nhưng sẽ không tăng đột biến do giá dầu không tăng quá mạnh chỉ ở mức 60 USD/thùng. Theo chúng tôi đánh giá, giá bán khí của CNG VN trong giai đoạn 2017-2018 sẽ ở mức 9,6 USD/MMBtu tăng 12,4% so với mức 8,6 USD/MMBtu của năm 2016 và sau đó sẽ tăng lên mức 9,7-9,9 USD/MMBtu vào năm 2021-2022.

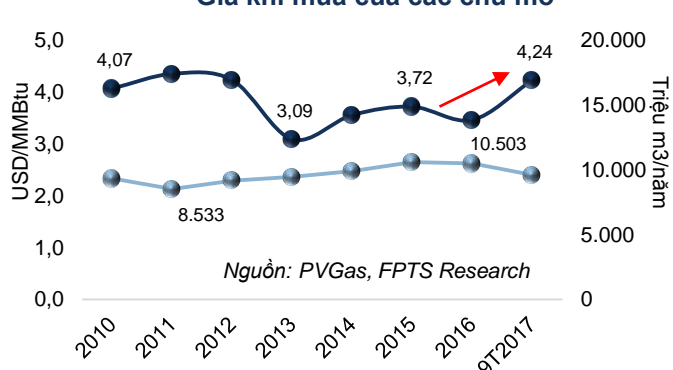
2.4. Dự phóng lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp

Biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2008-2022



Nguồn: FPTs Research

Giá khí mua của các chủ mỏ



Nguồn: PVGas, FPTs Research

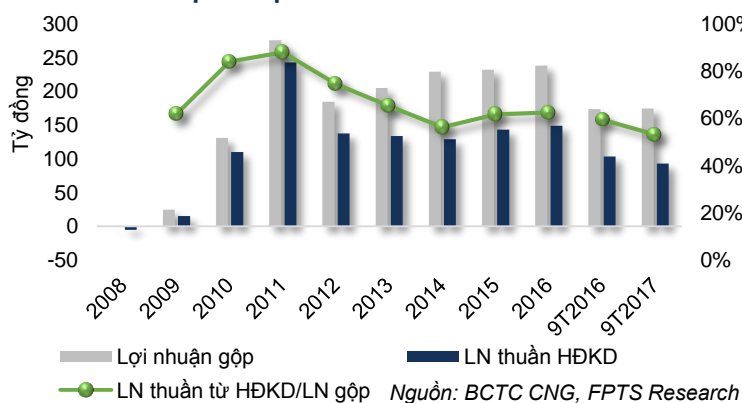
(*) Giá khí được ước tính từ giá vốn thu mua khí và sản lượng khí thu gom của PVGas.

Như đã phân tích ở trên về giá bán khí và chi phí mua nguyên liệu khí đầu vào của CNG VN. Chúng tôi dự báo, giá bán khí cho khách hàng của CNG VN sẽ tiếp tục tăng từ sự hồi phục của giá dầu mỏ. Đối với chi phí nguyên liệu, theo dự báo chi phí nguyên liệu khí sẽ tăng trong tương lai ngoài vấn đề về giá dầu, một điểm khác đáng lưu ý là chi phí khai thác của các nguồn khí trong nước đang tăng vì vậy có khả năng PVGas sẽ tăng tỷ lệ tham chiếu giá bán khí thiên nhiên trong nước từ đó dẫn đến chi phí nhiên liệu khí tăng với tốc độ nhanh hơn với những năm trước. Từ những phân tích và đánh giá ở trên theo chúng tôi, biên lợi nhuận gộp của CNG VN sẽ có xu hướng giảm trong tương lai nhưng sẽ không biến động quá mạnh do CNG VN đã giảm thiểu rủi ro bằng việc đàm phán giá mua khí và giá bán chiết khấu cùng theo biến động của giá dầu FO.

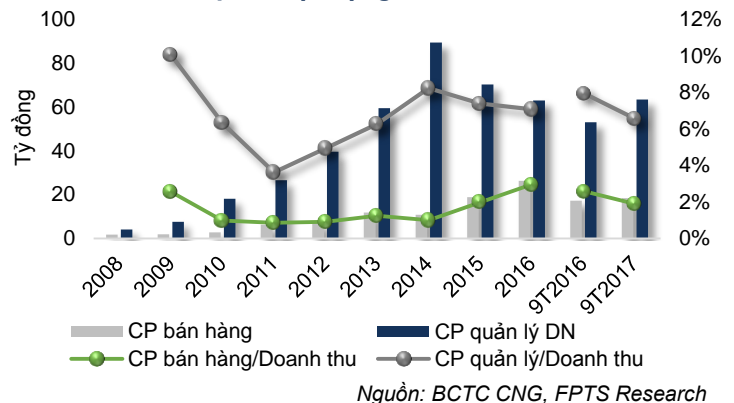
Nhìn tổng quan, mức biên lợi nhuận gộp dự báo sẽ giảm so với mức 25,8% của giai đoạn 2011-2016 với biên lợi nhuận gộp bình quân trong giai đoạn 2017-2020 của CNG VN được chúng tôi dự báo ở mức 18,6%/năm. Biên lợi nhuận gộp của CNG VN được kỳ vọng sẽ cải thiện và trở về mức 20,4%/năm nhờ sự phục hồi của giá dầu trong giai đoạn 2021-2022.

3. Lợi nhuận hoạt động kinh doanh

Lợi nhuận thuần HĐKD 2008-9T2017



Chi phí hoạt động 2008-9T2017



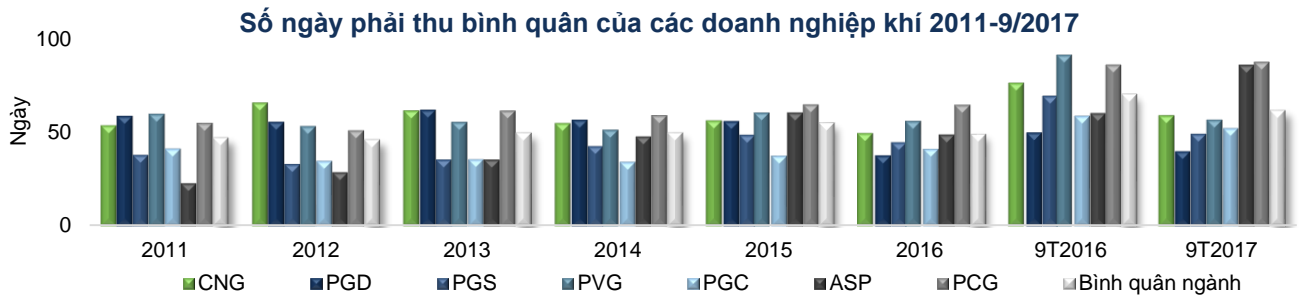
Nhìn chung, biến động lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh (HĐKD) và tỷ suất LN thuần từ HĐKD/LN gộp của CNG VN trong những năm qua chủ yếu vẫn do biến động từ giá bán khí và giá nguyên liệu đầu vào. Tỷ lệ LN thuần từ HĐKD/LN gộp có xu hướng giảm từ sau giai đoạn đầu từ 2008-2011, nhưng có những phục hồi tích cực từ năm 2015.

Giai đoạn 2011-2014, lợi nhuận thuần từ HĐKD của CNG VN giảm mặc dù lợi nhuận gộp tăng, nguyên nhân do chi phí bán hàng và chi phí quản lý của CNG VN tăng vì công ty tăng cường hoạt động đầu tư và phát triển thị trường, đáng chú ý nhất là cuối năm 2014 khi CNG VN mở rộng sang thị trường miền Bắc.

Giai đoạn 2015-2016, lợi nhuận thuần từ HĐKD của CNG VN đã tăng trở lại do biên lợi nhuận tăng đồng thời chi phí quản lý giảm. Tuy nhiên, chi phí quản lý của CNG VN trong 9 tháng năm 2017 tăng 19,6% so với cùng kỳ năm 2016, đã làm cho lợi nhuận thuần từ HĐKD của công ty giảm so với cùng kỳ năm trước.

Xét về tỷ trọng chi phí quản lý trên doanh thu, chi phí này chiếm tỷ trọng khoảng 7,6% doanh thu, cao hơn so với mức 2,0% của trung bình ngành. Trong đó, chủ yếu là chi phí nhân viên quản lý chiếm 37%, chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm 22%, chi phí đồ dùng văn phòng và khấu hao chiếm 4% và chi phí khác chiếm 36% tổng chi phí quản lý doanh nghiệp. Chi phí nhân viên quản lý và chi phí khác chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu chi phí quản lý, nhưng tỷ lệ này so với doanh thu tương đối ổn định. Còn chi phí dịch vụ mua ngoài biến động theo hoạt động của doanh nghiệp, nhưng chi phí này có xu hướng giảm từ 24,1 tỷ đồng vào năm 2014 thì đến năm 2016 chỉ còn 13,8 tỷ đồng.

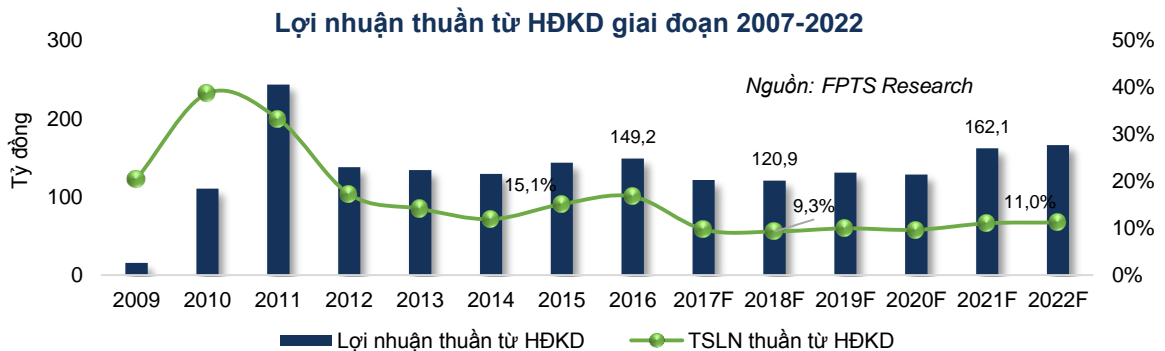
Đối với chi phí bán hàng, do lợi thế về tiên phong và kinh nghiệm trong lĩnh vực cung cấp khí nén nên chi phí bán hàng của CNG VN chiếm tỷ trọng thấp so với doanh thu, trung bình chỉ khoảng 1-2% doanh thu.



Nguồn: BCTC, FPTs Research

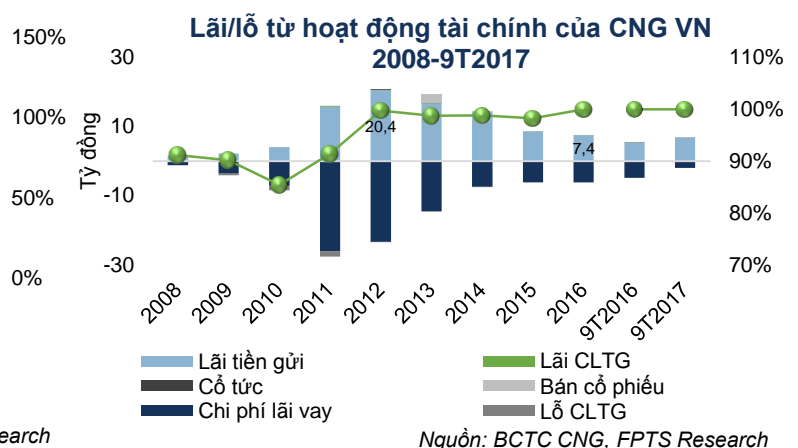
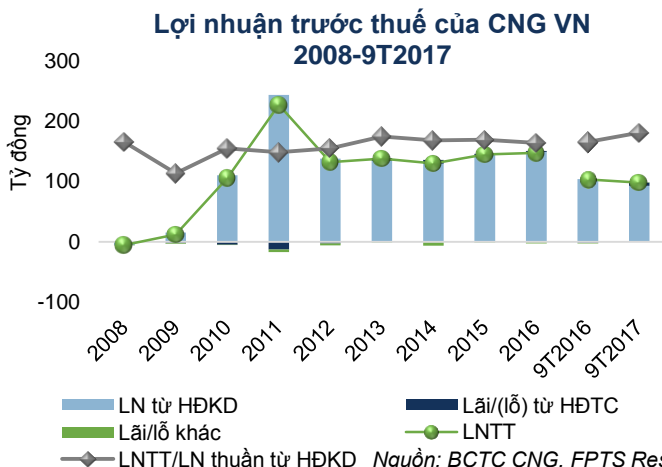
Quản trị khoản phải thu: CNG VN có số ngày phải thu khoảng 57,7 ngày cao hơn so với mức 49,7 ngày của trung bình ngành trong giai đoạn 2011-2016. Trong đó, số ngày phải thu của CNG VN đã được cải thiện kể từ sau giai đoạn đầu từ 2011-2012 với số ngày phải thu năm 2016 đã giảm xuống bằng mức trung bình ngành là 49 ngày. Trong 9 tháng năm 2017, số ngày phải thu của CNG VN tăng lên 59,0 ngày, nguyên nhân là do CNG VN nói lỏng chính sách bán hàng cũng như chính sách quản lý công nợ để tăng sự cạnh tranh với nhiên liệu khác như LPG, FO. Tuy nhiên, con số này đã cải thiện rất nhiều so với mức 76,1 ngày của 9 tháng đầu năm 2016 và thấp hơn mức 61,5 ngày của ngành trong 9 tháng 2017.

Dự báo trong giai đoạn 2017-2022, chi phí bán hàng của CNG VN sẽ duy trì 2,0-2,3% doanh thu, gần với mức trung bình năm 2015-2016 vì CNG VN sẽ không tốn nhiều chi phí tìm kiếm khách hàng do tập trung phát triển rộng ở thị trường CNG VN có thể mạnh nhất là thị trường miền Nam. Chi phí quản lý doanh nghiệp của CNG VN được dự báo sẽ duy trì ở mức 7,2-7,5% doanh thu, do CNG VN sẽ không tiến hành mở nhiều chi nhánh ở khu vực xa nguồn khí mà phát triển ở thị trường phía Nam nên tỷ lệ chi phí quản lý so với doanh thu của CNG VN khá ổn định và ít biến động.



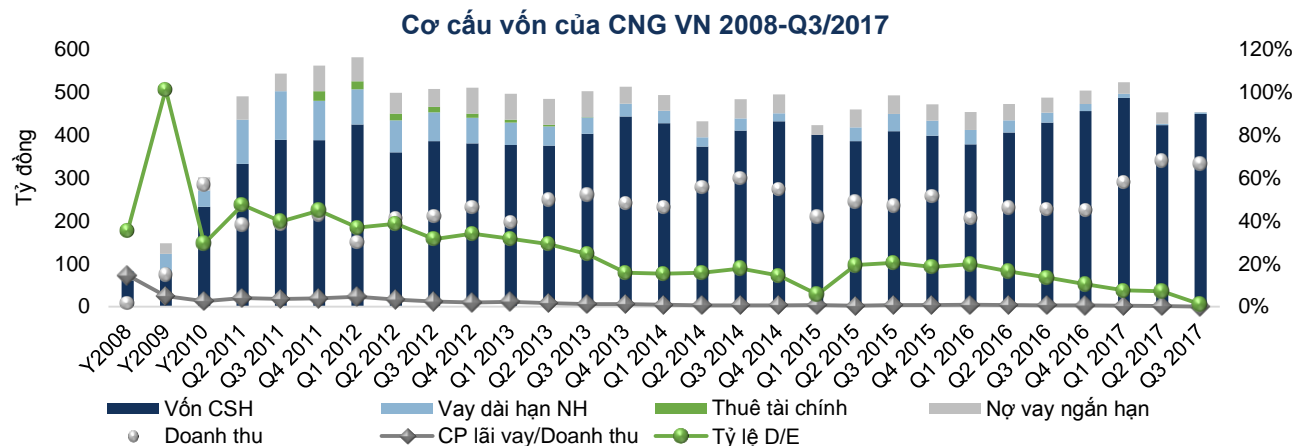
Với những dự báo về chi phí hoạt động ở trên cùng với sự suy giảm của biên lợi nhuận gộp. Theo chúng tôi, lợi nhuận thuần từ HĐKD của CNG VN sẽ đạt 120,9 tỷ đồng vào năm 2018 đồng thời với kỳ vọng sự phục hồi mạnh của giá dầu vào giai đoạn 2021-2022 nên lợi nhuận thuần từ HĐKD của CNG VN sẽ đạt mức tăng trưởng CAGR khoảng 1,8% trong giai đoạn này.

4. Lợi nhuận trước thuế



Trong giai đoạn 2012-2016, lợi nhuận trước thuế (LNTT) hàng năm của CNG VN đều đạt trên 130 tỷ đồng và tăng trong giai đoạn 2015-2016 lên mức 145-147 tỷ đồng, chủ yếu là do gia tăng biên lợi nhuận gộp. Trong cơ cấu lợi nhuận trước thuế của CNG VN chủ yếu là lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính là bán khí nén. Tỷ lệ LNTT/LN từ HĐKD của CNG VN trong 5 năm qua khá ổn định trung bình khoảng 100%. Trong 9 tháng đầu năm 2017, chỉ số này có xu hướng tăng lên 105,3% do phát sinh lãi từ hoạt động tài chính, chủ yếu là lãi tiền gửi. Doanh thu và chi phí trong hoạt động tài chính của CNG VN chủ yếu là lãi từ tiền gửi ngân hàng và chi phí từ đi vay. Trong đó, đáng chú ý là kể từ năm 2016 thì CNG VN đã trả phần lớn các khoản nợ vay và đến 9 tháng đầu năm 2017 nợ vay ngắn hạn và dài hạn của CNG VN giảm xuống mức rất thấp chỉ còn khoảng 1,4 tỷ đồng.

Tình hình sử dụng nợ vay

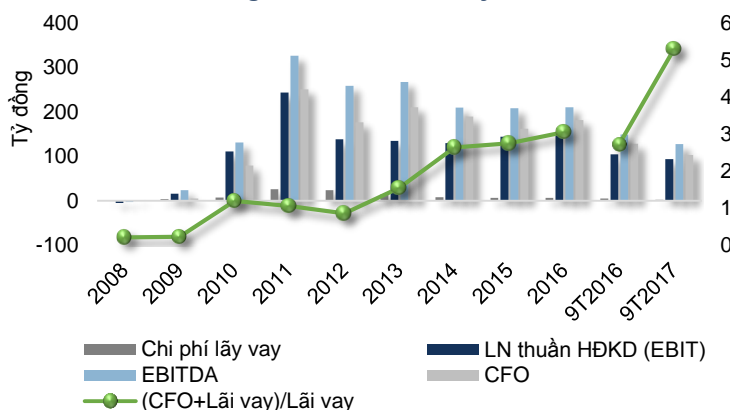


Nguồn: BCTC CNG, FPTIS Research

Trong cơ cấu nguồn vốn của CNG VN từ quý 1/2012 đến quý 3/2017, chủ yếu là vốn chủ sở hữu, còn nợ vay chiếm tỷ trọng khá thấp, khoảng 12,2% tổng nguồn vốn và chủ yếu là nợ vay ngắn hạn. Tại thời điểm cuối năm 2016, tổng nợ phải trả của CNG VN ở mức 185,3 tỷ đồng chỉ chiếm 28,5% tổng nguồn vốn, chủ yếu là nợ ngắn hạn với 157 tỷ đồng, trong khi đó nợ dài hạn chỉ khoảng 28 tỷ đồng.

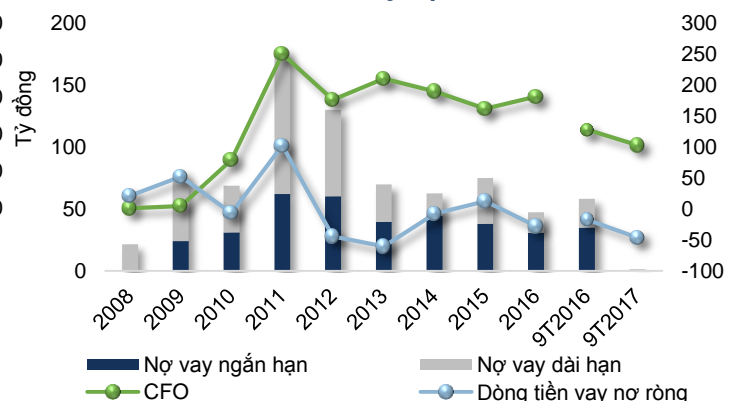
Trong giai đoạn đầu tư 2008-2012, CNG VN có tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) trung bình 35-40%, sau giai đoạn đầu tư tỷ lệ D/E của CNG VN duy trì ở mức thấp chỉ khoảng 15-16% trong giai đoạn 2014-2016 và đến quý 3 năm 2017 tỷ lệ này chỉ còn 1,1%. Theo đánh giá của chúng tôi, CNG VN vẫn sẽ không sử dụng đòn bẩy tài chính cao với tỷ lệ nợ trên vốn thấp do CNG VN vẫn còn đủ nguồn vốn để đầu tư duy trì phát triển doanh nghiệp trong những năm tới.

Khả năng thanh toán lãi vay của CNG VN



Nguồn: BCTC CNG, FPTIS Research

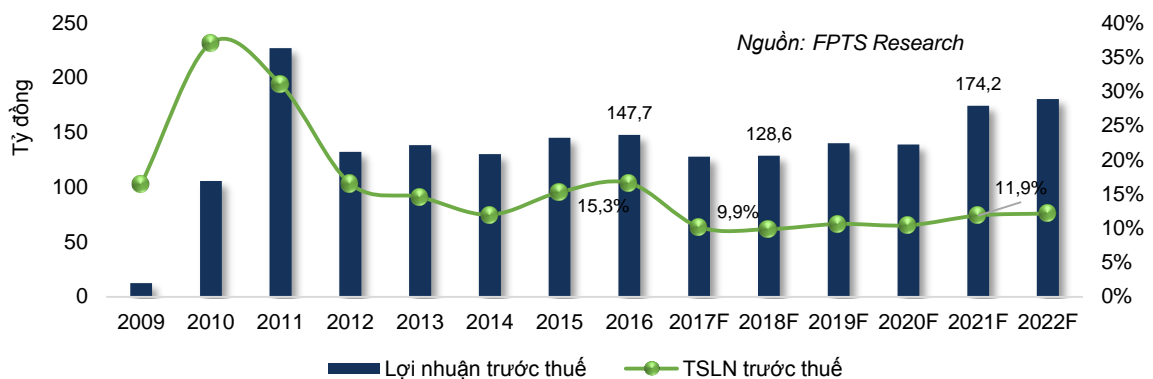
Tình hình vay nợ của CNG VN



Nguồn: BCTC CNG, FPTIS Research

CNG VN có xu hướng giảm nợ vay, luôn giữ mức thấp trong cơ cấu nợ và trong 9 tháng đầu năm 2017 nợ vay ngắn hạn và dài hạn của CNG VN giảm rất mạnh. Do không vay nợ nhiều nên CNG VN không bị áp lực về chi phí lãi vay.

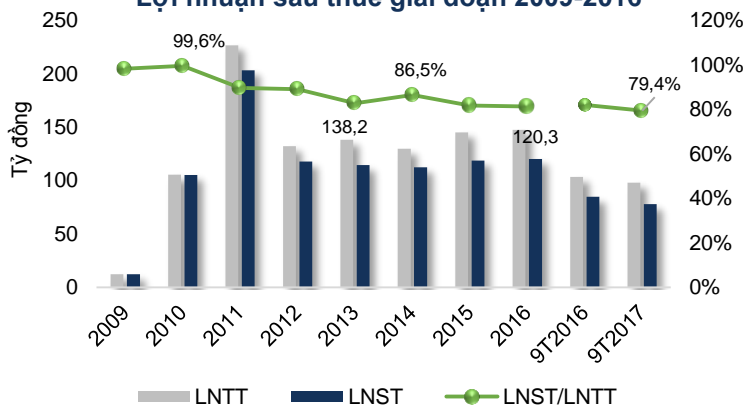
Lợi nhuận trước thuế giai đoạn 2007-2022



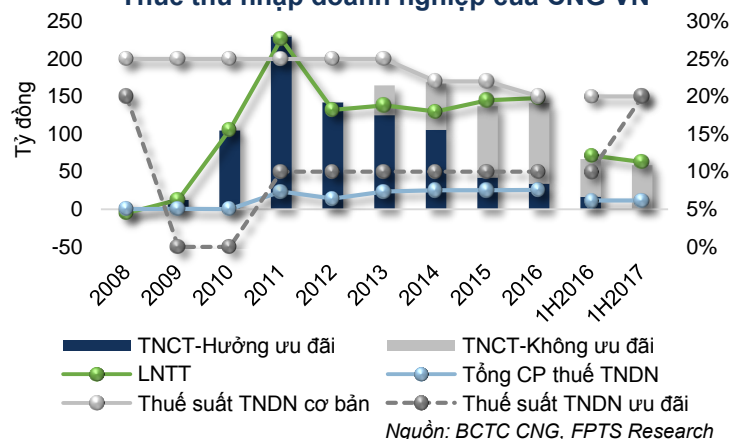
Biên lợi nhuận gộp của CNG VN như đã dự báo ở phần trên sẽ sụt giảm do chi phí nguyên liệu khí tăng, đồng thời tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu sẽ duy trì ổn định. Bên cạnh đó, theo chúng tôi chi phí tài chính của CNG VN trong giai đoạn tới sẽ thấp do CNG VN không sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều và CNG VN sẽ có một khoảng lợi nhuận tài chính từ lãi tiền gửi. Do đó, với dự báo thận trọng, chúng tôi cho rằng LNTT của CNG VN năm 2018 sẽ đạt 128,6 tỷ đồng và tăng trưởng trung bình khoảng 3,4%/năm trong giai đoạn 2021-2022. Bên cạnh đó, cũng do ảnh hưởng từ suy giảm của biên lợi nhuận gộp nên tỷ suất lợi nhuận (TSLN) trước thuế trên doanh thu của CNG VN trong giai đoạn 2017-2022 giảm xuống còn khoảng 10,9%/năm từ mức trung bình khoảng 15,0%/năm của giai đoạn 2012-2016.

5. Lợi nhuận sau thuế

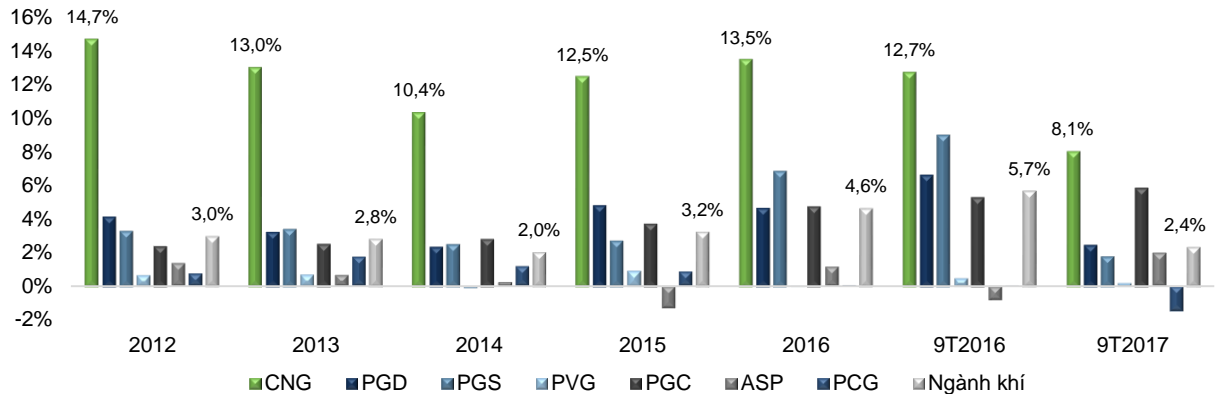
Lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2009-2016



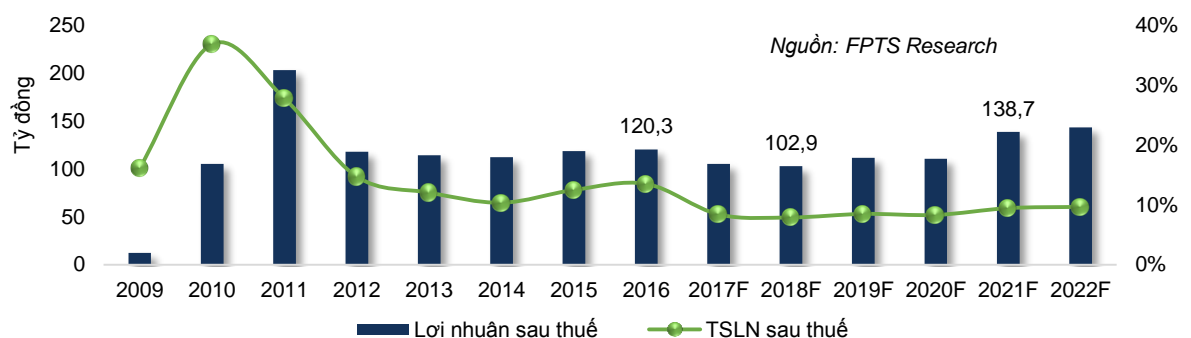
Thuế thu nhập doanh nghiệp của CNG VN



Lợi nhuận sau thuế (LNST) của CNG VN trong những năm trở lại đây nhìn chung có xu hướng tăng trở lại sau khi giảm mạnh vào năm 2012. Trong đó, ở giai đoạn đầu tư năm 2009-2010 CNG VN được hưởng nhiều lợi thế như miễn thuế TNDN cùng với biên lợi nhuận gộp ở mức cao khoảng 33-46%/năm. Trong giai đoạn 2012-2014, biên lợi nhuận gộp của CNG VN giảm xuống ở mức trung bình 22,0%/năm, đồng thời công ty hết thời gian miễn thuế và chuyển sang giai đoạn được ưu đãi 50% thuế suất thuế TNDN nên tỷ lệ LNST trên LNTT trung bình khoảng 86,2% thấp hơn mức trung bình 95,9% vào giai đoạn trước đó. Lợi nhuận sau thuế của CNG VN tăng trở lại trong giai đoạn 2015-2016, nhờ sự cải thiện của lợi nhuận gộp từ tác động kép của thay đổi chính sách giá khí đầu vào neo theo giá dầu FO của PVGas và giá dầu mỏ lao dốc. Trong 9 tháng đầu năm 2017, LNST của CNG VN giảm so với cùng kỳ năm 2016 nguyên nhân chủ yếu là do ảnh hưởng từ sự sụt giảm của biên lợi nhuận gộp và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng cùng với CNG VN đã hết thời gian ưu đãi thuế TNDN. Mặc dù, LNST giảm nhưng tỷ suất lợi nhuận sau thuế vẫn đạt mức cao so với các doanh nghiệp khí khác và cao hơn 3,4 lần so với mức 2,4% của ngành khí.

Tỷ suất lợi nhuận sau thuế các doanh nghiệp khí 2012-9T2017


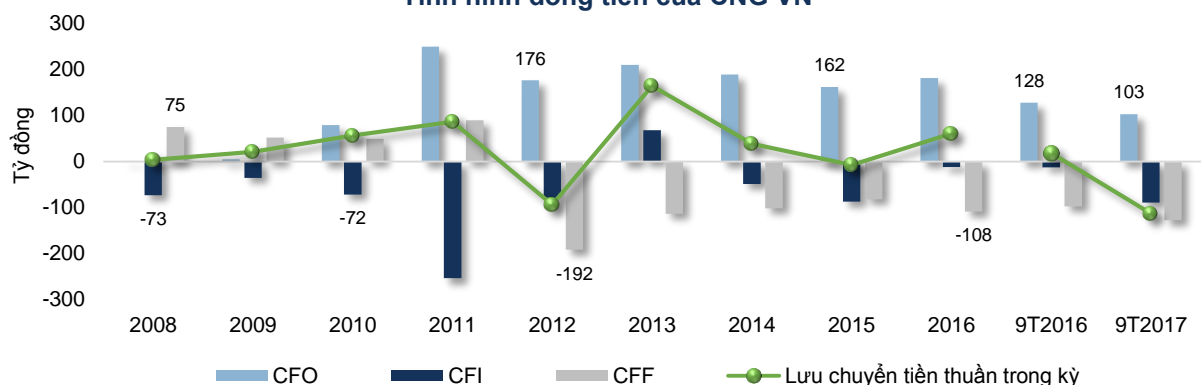
Nguồn: BCTC, FPTIS Research

Lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2007-2022


Nguồn: FPTIS Research

Lợi nhuận trước thuế của CNG VN trong giai đoạn 2017-2020 sụt giảm do ảnh hưởng từ suy giảm của biên lợi nhuận gộp, đồng thời CNG VN đã hết thời gian ưu đãi thuế TNDN trong những năm tới. Do đó với dự báo thận trọng, chúng tôi cho rằng, LNST của CNG VN sẽ đạt mức tăng trưởng trung bình khoảng 3,0%/năm vào giai đoạn 2017-2022 với tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu khoảng 8,7%/năm, thấp hơn mức trung bình 12-13%/năm của giai đoạn 2012-2016.

6. Dòng tiền

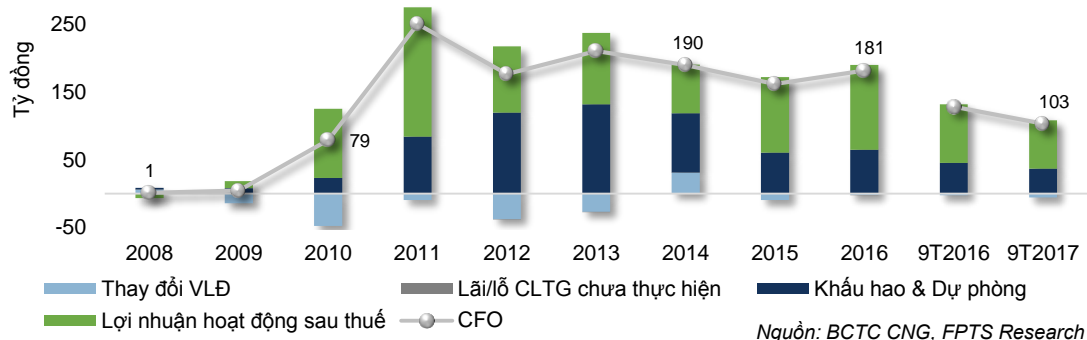
Tình hình dòng tiền của CNG VN


Nguồn: BCTC CNG, FPTIS Research

Trong giai đoạn đầu tư ban đầu 2008-2011, dòng tiền thuần của CNG VN ở mức thấp và được cải thiện trong những năm tiếp theo khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty tăng lên. Năm 2012, lưu chuyển tiền thuần trong kỳ của CNG VN bị âm là do công ty tăng chi cho hoạt động đầu tư và chi trả cổ tức. Giai đoạn 2013-2016, lưu chuyển tiền thuần trong kỳ của CNG VN mặc dù có biến động nhưng luôn dương, đáng lưu ý là năm 2015 dòng tiền của CNG VN âm là do dòng tiền từ hoạt động kinh doanh giảm và công ty tăng cường chi cho đầu tư và trả cổ tức. Trong 9 tháng đầu năm 2017, dòng tiền thuần của CNG VN âm ở mức lớn 113 tỷ đồng là do CNG VN thực hiện chi đầu tư mua sắm máy móc, thiết bị đồng thời chi nhiều cho hoạt động trả cổ tức và trả nợ vay.

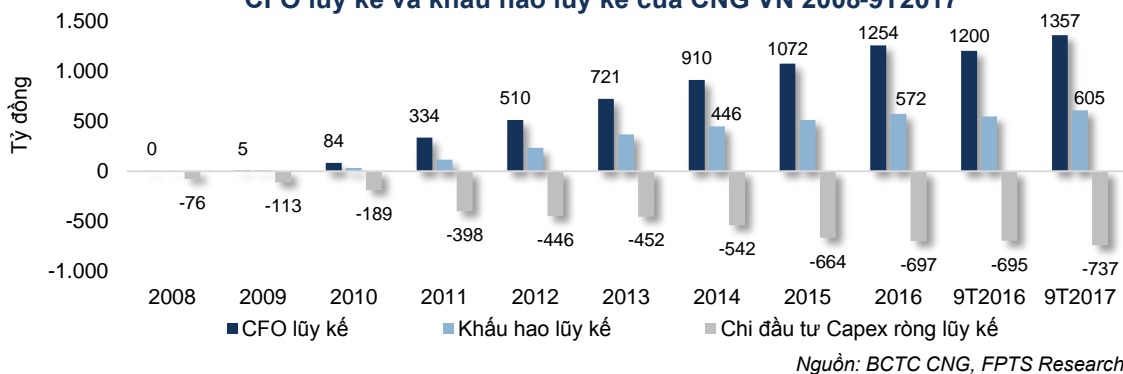
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh - CFO

Tình hình dòng CFO của CNG VN 2008-9T2017



Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của CNG VN giai đoạn 2008-2016, chủ yếu là lợi nhuận hoạt động sau thuế, khấu hao và dự phòng. Trong giai đoạn 2008-2009, do trong giai đoạn mới hoạt động nên CNG VN chưa có lợi nhuận nhiều và chưa đưa máy móc vào hoạt động nên chưa khấu hao. Trong giai đoạn 2010-2014, khi CNG VN đưa nhà máy móc vào vận hành công suất cao dẫn đến khấu hao tăng và giá khí nguyên liệu tăng nên lợi nhuận của CNG VN giảm. Từ năm 2015 đến 2016, khấu hao của CNG VN giảm nhiều do công ty đã thực hiện khấu hao nhanh máy móc thiết bị và phương tiện vận tải, đồng thời giá khí đầu vào giảm do sự lao dốc của giá dầu nên lợi nhuận của CNG VN tăng trở lại. Trong 9 tháng đầu năm 2017, giá khí nguyên liệu tăng dẫn đến lợi nhuận hoạt động sau thuế của CNG VN giảm so với cùng kỳ nên dòng tiền hoạt động cũng giảm.

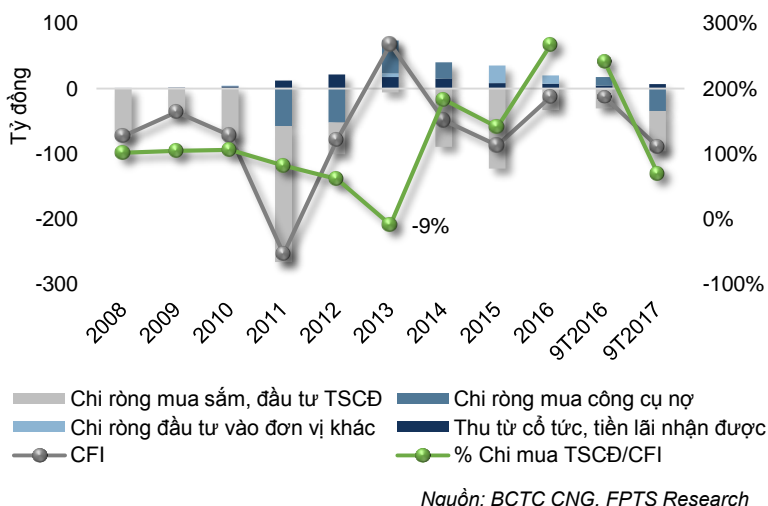
CFO lũy kế và khấu hao lũy kế của CNG VN 2008-9T2017



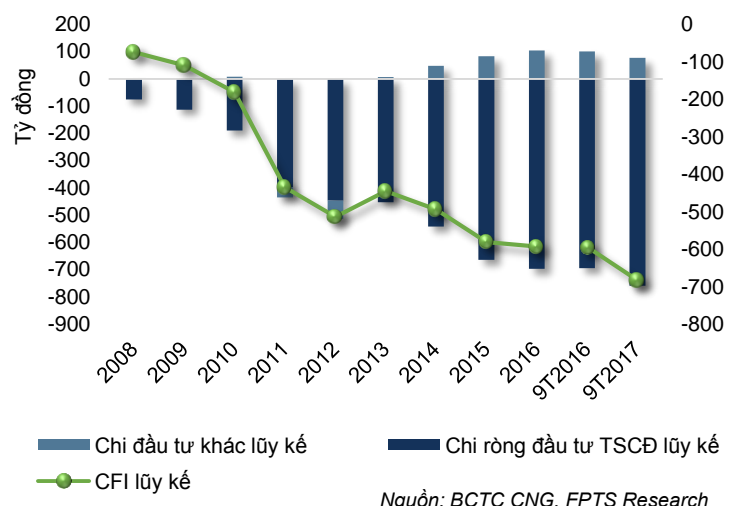
Xét về dòng CFO lũy kế và chi đầu tư ròng lũy kế, có thể thấy dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của CNG VN đủ bù đắp cho khoản chi đầu tư của công ty.

Dòng tiền từ hoạt động đầu tư - CFI

Dòng tiền từ hoạt động đầu tư 2008-9T2017

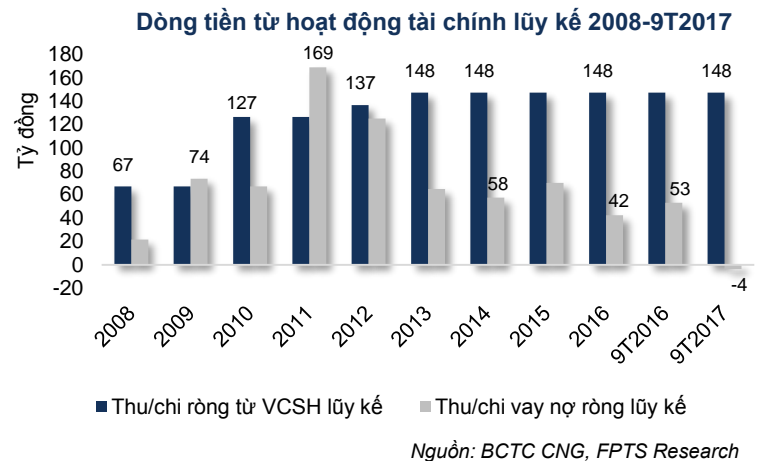
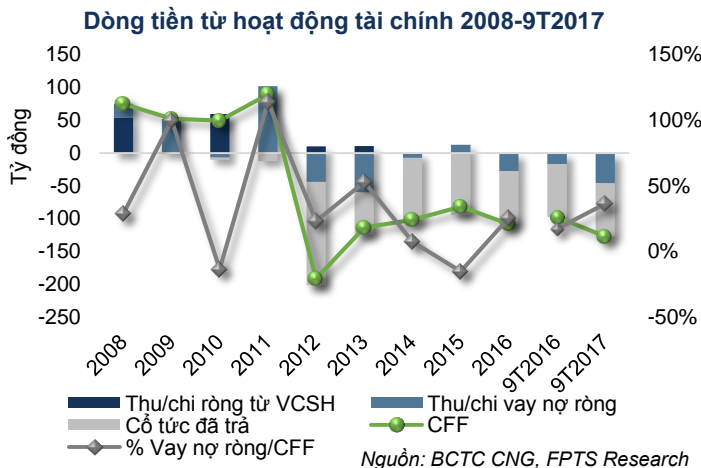


Dòng tiền CFI lũy kế 2008-9T2017



Dòng tiền từ hoạt động đầu tư của CNG VN chủ yếu là chi đầu tư mua sắm tài sản cố định thì và còn lại chỉ có một tỷ lệ nhỏ là mua các công cụ nợ. Trong đó, giai đoạn đầu tư 2008-2011 là giai đoạn CNG VN thực hiện chi đầu tư mua sắm máy móc thiết bị lớn dẫn đến dòng CFI của công ty tăng mạnh. Trong giai đoạn 2014-2015, CNG VN mở rộng sang thị trường miền Bắc nên dòng tiền chi cho hoạt động đầu tư của công ty tăng trở lại. Trong 9 tháng đầu năm 2017, CNG VN thực hiện đầu tư nâng cấp máy móc và mua sắm phương tiện vận tải nên dòng tiền chi đầu tư của CNG VN tăng cao so với cùng kỳ.

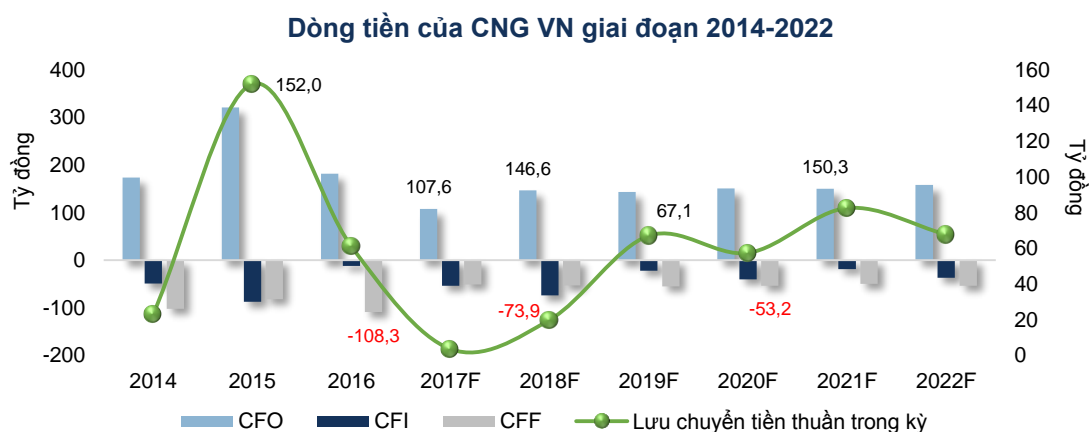
Dòng tiền từ hoạt động tài chính - CFF



Dòng tiền từ hoạt động tài chính trong giai đoạn đầu tư 2008-2011, chủ yếu là dòng tiền từ vốn góp và vay nợ cho mục đích đầu tư nhà máy và phương tiện vận tải. Sau giai đoạn đầu tư, khi CNG VN đã thu được lợi nhuận cao thì công ty chủ yếu sử dụng dòng tiền để chi trả cổ tức cho cổ đông và chi trả nợ vay. Trong 9 tháng năm 2017, CNG VN thực hiện chi trả 81 tỷ đồng cổ tức cho cổ đông và 46 tỷ đồng nợ vay. Với kế hoạch lợi nhuận năm 2017 khoảng 101,0 tỷ đồng thì CNG VN sẽ chia cổ tức 15% theo mệnh giá, do CNG VN cần giữ lại tiền để tái đầu tư nhà máy và xây dựng văn phòng năm 2018. Tuy nhiên theo đánh giá của chúng tôi, lợi nhuận cả năm 2017 của CNG VN sẽ đạt khoảng gần 130 tỷ đồng và CNG VN có khả năng sẽ nâng tỷ lệ chia cổ tức lên 20-25% mệnh giá. Theo dự báo của chúng tôi, do hết thời gian được hưởng ưu đãi về thuế suất cùng với việc cân đối dòng tiền cho đầu tư duy trì trong giai đoạn 2017-2022 nên CNG sẽ thực hiện chi trả cổ tức mỗi năm bằng 20%/mệnh giá.

Xét về dòng tiền thu/chỉ ròng từ hoạt động tài chính, trong giai đoạn 2008-2011 thì CNG VN huy động vốn từ hoạt động góp vốn từ cổ đông và đi vay để tối đa hóa lợi ích. Nhưng ở giai đoạn sau đó, khi CNG VN cân đối được dòng tiền và hiểu rõ nhu cầu đầu tư của thị trường thì CNG VN đã giảm thiểu dòng tiền từ đi vay để giảm áp lực trả lãi và rủi ro tài chính.

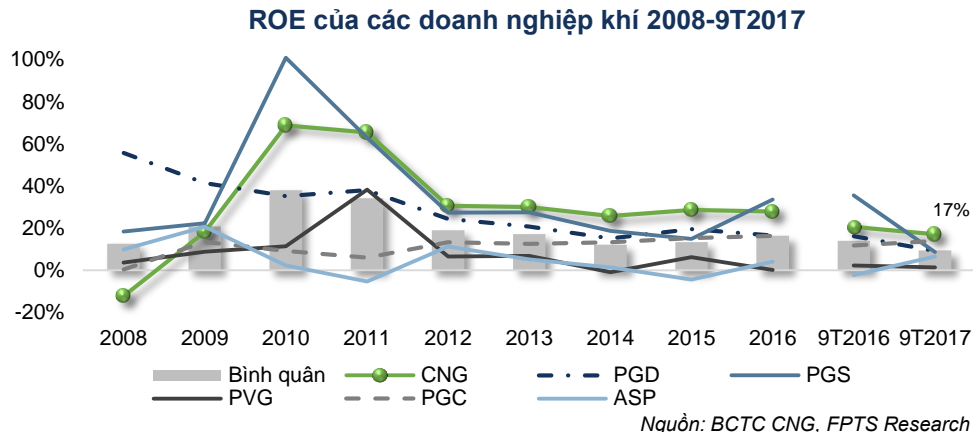
Dự báo lưu chuyển tiền tệ trong những năm tới



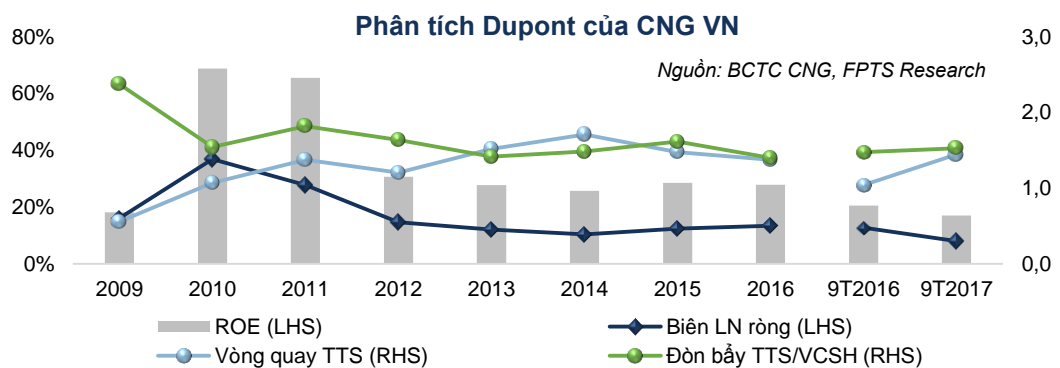
Theo đánh giá của chúng tôi, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của CNG vẫn sẽ duy trì mức tốt nhưng sẽ thấp hơn những năm trước, trong đó chủ yếu là dòng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh

chính là khí nén, do CNG VN thực hiện khấu hao nhanh máy móc và phương tiện vận tải nên khấu hao trong giai đoạn 2017-2022 trung bình 50-60 tỷ đồng/năm, thấp hơn giai đoạn 2012-2016. Đối với dòng tiền từ hoạt động đầu tư, dự báo trong những năm tới CNG VN chỉ đầu tư duy trì, trừ năm 2018 CNG VN sẽ thực hiện nâng công suất nhà máy thêm 30 triệu Sm³/năm nên dòng CFI trong năm này sẽ tăng 73,9 tỷ đồng. Đối với dòng tiền tiền từ hoạt động tài chính, do dòng tiền CFO của CNG VN vẫn đạt mức cao trung bình trên 140-150 tỷ đồng/năm đủ cho CNG VN thực hiện đầu tư duy trì trong tương lai nên CNG VN sẽ không vay thêm quá nhiều nợ, do đó dòng tiền CFF của CNG VN chủ yếu thực hiện chi trả cổ tức cho cổ đông với tổng cổ tức dự kiến 52-53 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2017-2022.

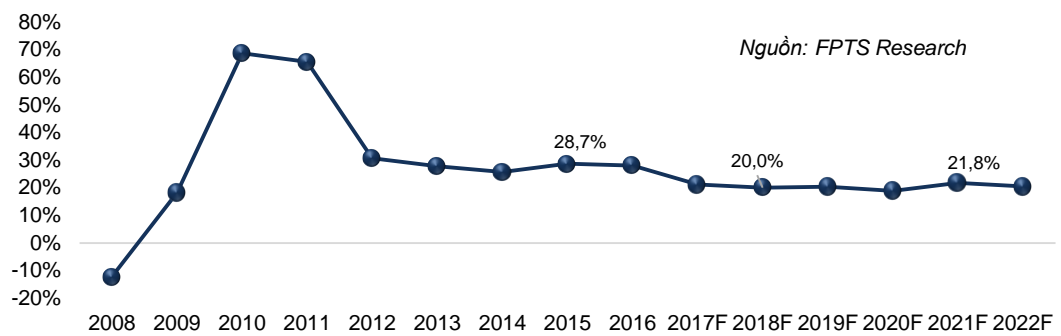
7. Hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu



Mảng kinh doanh khí nén là mảng có biên lợi nhuận gộp khá cao và có chi phí bán hàng thấp, đồng thời lợi thế ưu đãi thuế TNDN đã giúp CNG VN đạt hiệu quả sử dụng nguồn vốn khá tốt với chỉ số ROE trong giai đoạn 2012-2016 đạt trung bình 28-29%/năm, cao hơn so với mức 15,6%/năm của ngành. Tuy nhiên, trong 9 tháng đầu năm 2017 chỉ số ROE của CNG VN có dấu hiệu giảm so với cùng kỳ, nguyên nhân là do: (1) biên lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2017 giảm do giá nguồn khí đầu vào tăng; (2) CNG VN không còn được hưởng ưu đãi thuế TNDN như giai đoạn trước. Mặc dù ROE của CNG VN trong 9 tháng đầu năm 2017 giảm nhưng vẫn đạt mức cao so với các doanh nghiệp khác trong ngành và cao hơn mức bình quân ngành.



Thông qua phân tích Dupont có thể dễ nhận thấy ROE của CNG VN phụ thuộc chủ yếu vào sự biến động của biên lợi nhuận ròng. Cụ thể, từ năm 2009-2010 khi biên lợi nhuận ròng của CNG VN tăng mạnh thì ROE cũng tăng đột biến, nhưng những năm sau đó biên lợi nhuận ròng của CNG VN giảm thì ROE cũng giảm theo. Hiệu quả sử dụng tài sản của CNG VN tăng mạnh trong giai đoạn đầu tư 2009-2011, sau đó ổn định ở mức 1,4-1,5 vào giai đoạn 2012-2016. Cũng giống như hiệu quả sử dụng tài sản, đòn bẩy tài chính của CNG VN cao trong giai đoạn đầu tư 2009-2011 và ổn định ở mức 1,5 ở giai đoạn sau đó.

ROE của CNG VN giai đoạn 2008-2022


Theo đánh giá của chúng tôi, chi phí nguyên liệu khí sẽ tăng trong thời gian tới cùng với việc hết thời gian ưu đãi thuế sẽ làm cho chỉ số ROE của CNG VN giảm so với giai đoạn trước, tuy nhiên với việc duy trì hiệu quả quản lý chi phí bán hàng và tài chính nên chỉ số ROE của CNG VN vẫn sẽ cao hơn mức 9,4% của ngành với mức ROE dự báo sẽ đạt 21,2% vào năm 2017 và đạt mức 21,8% vào giai đoạn 2012-2022.

TÓM TẮT CÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Báo cáo kết quả HĐKD	Y2014	Y2015	Y2016	Y2017 (F)	Y2018 (F)	Y2019 (F)	Y2020 (F)	Y2021 (F)	Y2022 (F)
<i>Đvt: tỷ đồng</i>									
Doanh thu thuần	1.085,6	950,2	890,6	1.253,8	1.302,4	1.316,7	1.331,1	1.467,7	1.483,3
Giá vốn hàng bán	856,1	717,5	652,1	1.020,7	1.061,5	1.062,8	1.081,0	1.170,2	1.180,1
Lợi nhuận gộp	229,5	232,7	238,5	233,1	241,0	253,9	250,1	297,5	303,2
Chi phí bán hàng	10,8	18,8	26,3	24,8	30,0	31,8	29,7	34,0	34,4
Chi phí quản lý doanh nghiệp	89,4	70,2	63,0	86,7	90,0	91,0	92,0	101,4	102,5
Lợi nhuận từ HĐKD	129,4	143,7	149,2	121,7	120,9	131,2	128,4	162,1	166,3
(Lỗ)/Lãi từ hoạt động tài chính	6,8	2,6	1,3	5,8	7,3	8,4	10,0	11,7	13,5
Chi phí lãi vay	7,5	6,1	6,2	2,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận khác	-6,0	-1,1	-2,8	-2,2	-2,4	-2,6	-2,8	-2,7	-2,6
Lợi nhuận trước thuế	130,0	145,1	147,7	127,8	128,6	140,0	138,9	174,2	180,3
Thuế TNDN	17,6	26,4	27,5	22,4	21,4	24,7	28,3	32,8	38,6
Lợi nhuận sau thuế	112,5	118,7	120,3	105,3	107,3	115,4	110,6	141,4	141,7
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
LNST của cổ đông công ty mẹ	112,5	118,7	120,3	105,3	107,3	115,4	110,6	141,4	141,7

Bảng cân đối kế toán	Y2014	Y2015	Y2016	Y2017 (F)	Y2018 (F)	Y2019 (F)	Y2020 (F)	Y2021 (F)	Y2022 (F)
----------------------	-------	-------	-------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Đvt: tỷ đồng

TÀI SẢN

Tiền và tương đương tiền	288,7	281,7	342,7	352,2	370,8	437,1	493,9	576,1	643,3
Đầu tư tài chính ngắn hạn	40,0	13,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Các khoản phải thu	157,5	135,6	106,1	187,5	194,7	196,8	199,0	219,3	221,6
Hàng tồn kho	21,9	26,4	42,0	41,9	43,6	43,7	44,4	48,1	48,5
Tài sản ngắn hạn khác	12,9	8,9	9,7	13,7	14,3	14,4	14,6	16,1	16,2
Tổng tài sản ngắn hạn	521,1	465,6	500,5	595,4	623,4	692,0	751,9	859,6	929,7

Tài sản cố định	111,7	170,4	142,5	107,9	123,7	99,3	87,5	71,5	77,6
Đầu tư tài chính dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tài sản cố định vô hình	0,7	0,4	0,1	38,8	38,7	37,6	36,5	35,4	34,3
Tài sản dài hạn khác	8,0	6,4	4,8	8,1	8,4	8,5	8,6	9,5	9,6
Tổng tài sản dài hạn	120,4	178,2	149,4	157,6	173,7	148,3	135,5	119,6	124,6
TỔNG TÀI SẢN	641,5	643,8	649,9	752,9	797,1	840,3	887,4	979,2	1.054,3

NỢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU

Vay và nợ ngắn hạn	44,6	38,1	30,8	50,1	51,5	51,6	52,5	57,2	57,6
Phải trả ngắn hạn	131,2	116,9	113,3	168,2	175,2	175,4	178,3	194,0	195,2
Nợ ngắn hạn khác	8,5	46,1	13,1	29,7	30,8	31,2	31,5	34,8	35,1
Nợ ngắn hạn	184,3	201,2	157,3	248,1	257,5	258,2	262,3	285,9	287,9
Vay và nợ dài hạn	17,9	36,9	16,6	0,7	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Phải trả dài hạn	7,0	7,0	11,4	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Nợ dài hạn	24,9	43,9	28,0	7,7	7,7	7,0	7,0	7,0	7,0
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	209,2	245,1	185,3	255,7	265,2	265,2	269,3	292,9	294,9

VỐN CHỦ SỞ HỮU

Cổ phiếu ưu đãi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vốn điều lệ	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7
Lợi nhuận chưa phân phối	116,5	71,6	113,7	140,3	169,9	208,0	245,3	307,8	373,9
Vốn khác của chủ sở hữu	22,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vốn chủ sở hữu	432,4	398,7	464,6	497,2	531,9	575,1	618,1	686,3	759,4
TỔNG NGUỒN VỐN	641,5	643,8	649,9	752,9	797,1	840,3	887,4	979,2	1.054,3

Bảng lưu chuyển tiền tệ	Y2014	Y2015	Y2016	Y2017 (F)	Y2018 (F)	Y2019 (F)	Y2020 (F)	Y2021 (F)	Y2022 (F)
<i>Đvt: tỷ đồng</i>									
Tiền đầu năm	0,0	0,0	281,7	342,7	352,2	370,8	437,1	493,9	576,1
Lợi nhuận trước thuế	130,0	145,1	147,7	127,2	128,9	141,2	141,0	177,6	184,8
Khấu hao và dự phòng	86,8	66,9	62,9	61,3	69,0	58,1	64,4	48,2	45,1
Thay đổi vốn lưu động	-28,8	139,1	-10,0	-70,3	-4,3	-2,6	-0,7	-14,8	-2,2
Tiền từ Hoạt động kinh doanh	173,9	320,8	181,4	107,6	146,6	143,4	150,9	150,3	158,0
Chi mua sắm tài sản cố định	-89,3	-122,6	-32,7	-61,5	-81,7	-30,7	-50,6	-30,7	-50,7
Thanh lý tài sản cố định	1,2	0,0	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
(Tăng)/Giảm đầu tư	25,0	27,0	13,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(Tăng)/Giảm hoạt động đầu tư khác	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền từ Hoạt động đầu tư	-48,8	-86,9	-12,1	-53,3	-73,9	-21,8	-40,2	-18,5	-36,7
Thay đổi nợ ngắn hạn	4,9	-6,5	-7,3	19,3	1,4	0,1	0,8	4,7	0,4
Thay đổi nợ dài hạn	-12,3	19,0	-20,3	-16,0	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
Cổ tức đã trả	-94,5	-94,5	-80,7	-54,0	-54,0	-54,0	-54,0	-54,0	-54,0
Tiền từ hoạt động tài chính	-101,9	-82,0	-108,3	-50,7	-52,6	-54,5	-53,2	-49,3	-53,6
Tổng lưu chuyển tiền tệ trong kỳ	23,2	152,0	61,0	3,6	20,0	67,1	57,5	82,6	67,7

Chỉ số quan trọng	Y2014	Y2015	Y2016	Y2017 (F)	Y2018 (F)	Y2019 (F)	Y2020 (F)	Y2021 (F)	Y2022 (F)
SLCP lưu hành (triệu CP)	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0
SLCP pha loãng tối đa (triệu CP)	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0

Khả năng sinh lời

LN gộp/Doanh thu	21,1%	24,5%	26,8%	18,6%	18,5%	19,3%	18,8%	20,3%	20,4%
EBITDA/Doanh thu	19,3%	21,9%	23,6%	14,3%	14,4%	14,2%	14,4%	14,3%	14,3%
EBIT/Doanh thu	11,9%	15,2%	16,9%	9,9%	9,5%	10,3%	10,0%	11,5%	11,7%
LNST/Doanh thu	10,4%	12,6%	13,6%	8,1%	7,9%	8,6%	8,5%	9,7%	10,0%
ROA	17,8%	18,6%	18,7%	14,5%	13,3%	13,8%	13,1%	15,2%	14,5%
ROE	25,8%	28,7%	28,1%	21,2%	20,0%	20,4%	18,9%	21,8%	20,5%
EPS cơ bản	3.534	3.963	3.932	3.209	3.285	3.599	3.592	4.525	4.709
EPS pha loãng	3.534	3.963	3.932	3.209	3.285	3.599	3.592	4.525	4.709

Hiệu quả hoạt động

Số ngày phải thu BQ	51,4	54,9	48,9	41,3	50,8	51,4	51,4	49,3	51,4
Số ngày hàng tồn kho BQ	9,6	12,3	19,2	15,0	14,7	15,0	14,9	14,4	14,9
Số ngày phải trả BQ	16,4	20,9	21,0	16,8	19,7	20,1	19,9	19,3	20,1
Vòng quay TSCĐ	10,4	6,7	5,7	10,0	11,2	11,8	14,2	18,5	19,9
Vòng quay Tổng tài sản	1,7	1,5	1,4	1,8	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5

Khả năng thanh toán

Chỉ số thanh toán hiện hành	3,1	2,6	2,7	2,7	2,4	2,6	2,8	2,9	3,1
Chỉ số thanh toán nhanh	2,9	2,4	2,5	2,4	2,2	2,3	2,5	2,7	2,9
Chỉ số thanh toán tức thời	1,9	1,6	1,8	1,7	1,4	1,6	1,8	2,0	2,1

Đòn bẩy tài chính

Nợ phải trả/Vốn CSH	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Tổng Nợ vay/Tổng Tài sản	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tổng Nợ vay/Vốn CSH	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 11 cổ phiếu CNG và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu CNG nào.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

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

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi, quận
Tây Hồ, Tp. Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171

Fax: (84.4) 37739058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà 136 – 138 Lê Thị Hồng
Gấm, Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.8) 62908686

Fax: (84.8) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P. Thạch Thang,
Quận Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.511) 3553666

Fax: (84.511) 3553888