

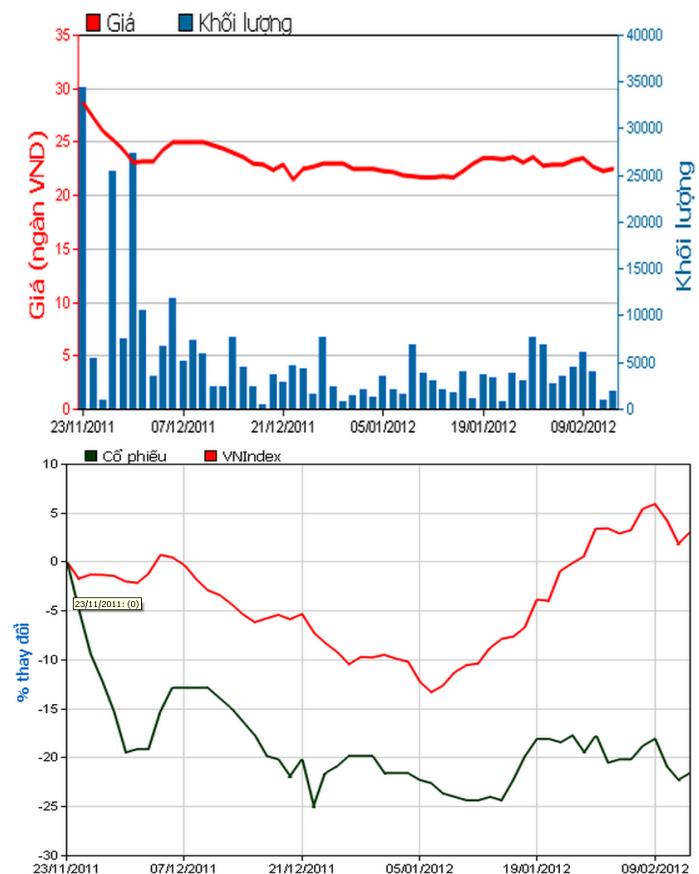
# VIET THANH SECURITIES

## BÁO CÁO PHÂN TÍCH - CNG



KHUYẾN NGHỊ		GIÁ HIỆN TẠI		GIÁ MỤC TIÊU		PHƯƠNG THỨC ĐẦU TƯ	
MUA		23,100		37,500		TRUNG - DÀI HẠN (trên 6 tháng)	
NGÀNH: GAS		Công ty cổ phần CNG-Việt Nam hiện là 1 trong 2 doanh nghiệp độc quyền trong sản xuất là phân phối khí thiên nhiên nén CNG tại Việt Nam.					
SÀN: HOSE							
THÔNG TIN CỔ PHIẾU							
Biên độ giá 52 tuần	21,500 – 28,700	EPS*	12,439	ROA*	38.24%	Sở hữu nhà nước	-
Ngày GD đầu tiên	23/11/2011	BV*	19,121	ROE*	65.67%	Sở hữu nước ngoài	17.69%
Số CP lưu hành	20,312,038	P/E*	1.81	Cổ tức 2011	25% <sup>TM</sup>	KL GD BQ**	53,122
Vốn hóa thị trường	469.21 Tỷ đồng	P/B*	1.18	Beta:	-	GD ròng NN**	49,290
TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ				DIỄN BIẾN GIÁ (trong 1 năm)			

- Công ty cổ phần CNG-Việt Nam được thành lập năm 2007 với mục tiêu trở thành doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất và phân phối khí CNG tại Việt Nam. Hiện tại, CNG-Việt Nam cùng với CTCP kinh doanh khí hóa lỏng Miền Nam – PGS là 2 doanh nghiệp độc quyền trong sản xuất và phân phối khí thiên nhiên nén CNG tại Việt Nam.
- Sau gần 5 năm hoạt động công ty đã đạt được kết quả kinh doanh rất tốt với doanh thu thuần tăng gần 10 lần, tổng tài sản tăng xấp xỉ 7 lần và lợi nhuận sau thuế tăng gần 16 lần.
- Công ty đạt được kết quả trên là do nhu cầu khí CNG tăng nhanh trong các lĩnh vực sản xuất cần nhiều năng lượng như thép, gốm sứ, sản xuất thực phẩm...và dùng làm nhiên liệu cho các phương tiện giao thông vận tải (chủ yếu là xe buýt)
- Khí CNG được dự báo sẽ là nguồn năng lượng phục vụ sản xuất và làm nhiên liệu cho các phương tiện vận tải trong tương lai với những ưu điểm nổi bật như lượng khí thải gây hiệu ứng nhà kính thấp hơn nhiều so với xăng, dầu diesel hay LPG (khí hóa lỏng), giá thành sản xuất thấp và là loại nhiên liệu an toàn. Hơn nữa cùng 1 năng lượng tỏa ra nhưng chi phí sử dụng CNG thấp hơn nhiều so với xăng, diesel và LPG.
- Triển vọng phát triển trong tương lai của CNG-Việt Nam nhìn chung là rất tốt khi công ty đang triển khai 1 loạt các dự án mở rộng phạm vi cung cấp khí CNG tại Đông Nam Bộ và Miền Bắc. Bên cạnh đó, sự ổn định của nguồn cung nguyên liệu và chỉ phải nộp thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp thấp 10% từ 2012 – 2016 có thể giúp CNG duy trì được kết quả kinh doanh tốt và tiếp tục đầu tư mở rộng năng lực sản xuất.
- Tuy nhiên, rủi ro đối với công ty là giá khí đầu vào do PVGas bán sẽ gia tăng do PVGas phải nhập khẩu khí (dự kiến từ năm 2014). Các dự án đầu tư cần nhiều nợ vay gia tăng áp lực chi trả lãi vay và công ty áp dụng phương pháp khấu hao nhanh tài sản cố định nên có thể sẽ kéo theo gia tăng nhanh chi phí và giảm lợi nhuận.



THÔNG TIN TÀI CHÍNH			
TỶ VNĐ	2009	2010	2011*
Doanh thu thuần	75.69	285.41	731.82
Lợi nhuận gộp	25.08	131.47	276.38
Lợi nhuận thuần HĐKD	13.55	106.22	231.4
Lợi nhuận sau thuế	12.23	105.31	204.08
EPS (VNĐ)	1,820	10,958	12,439
Tổng tài sản	173.89	359.58	707.84
Nợ phải trả	100.62	126.4	319.44
Vốn chủ sở hữu	73.27	233.18	388.39
Cổ tức	-	10% <sup>TM</sup> , 30% <sup>CP</sup>	25% <sup>TM</sup>
Giá trị sổ sách	10,903	18,654	19,121

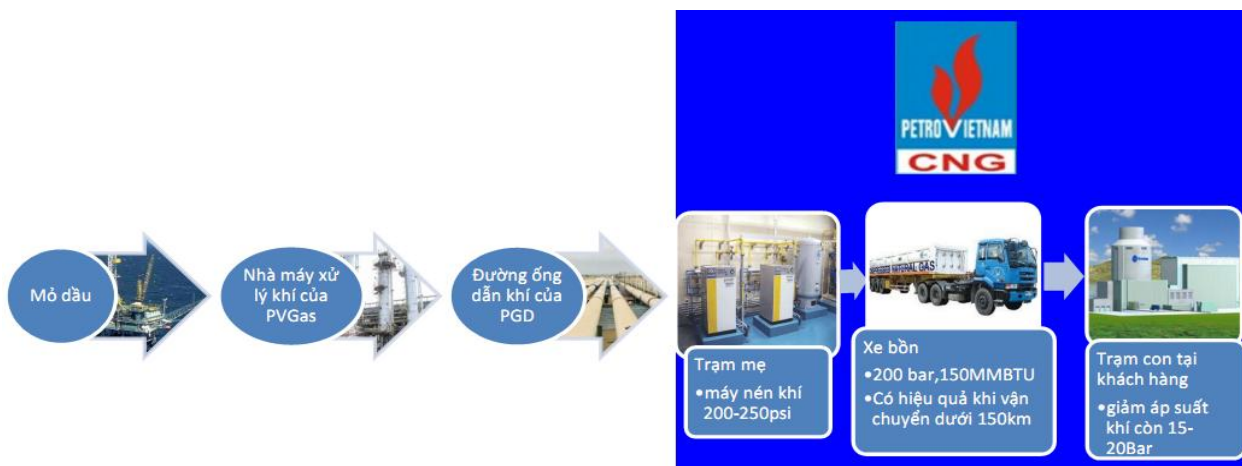
\*Số liệu 2011 chưa kiểm toán; \*\*Kể từ ngày bắt đầu GD

## TỔNG QUAN VỀ KHÍ THIÊN NHIÊN NÉN - CNG

**Compressed natural gas (CNG)** là 1 loại khí khô có thành phần chủ yếu là khí metan ( $\text{CH}_4$ ), là 1 loại năng lượng sạch dùng thay thế cho xăng, dầu diesel hoặc LPG. Quá trình sản xuất CNG được tiến hành thông qua 2 bước.

- Khai thác và thu gom khí thiên nhiên từ các mỏ ngoài khơi và dẫn vào bờ bằng đường ống tới nhà máy xử lý khí, sau khi tách các thành phần khí nặng và các tạp chất thì trở thành khí khô thương phẩm.
- Khí khô thương phẩm sau đó được nén dưới điều kiện tiêu chuẩn (áp suất cao 200- 250bar, nhiệt độ  $15^\circ\text{C}$ ) cho ra sản phẩm là khí CNG. CNG được chứa trong các xe bồn và được vận chuyển đến các trạm nhận khí của khách hàng để tiêu thụ.

*Dây truyền cung cấp khí CNG*



### Ứng dụng

Khí CNG dùng làm nhiên liệu sạch cho các động cơ máy móc và phương tiện, dùng làm nhiên liệu chất đốt cho sinh hoạt gia đình và chất đốt công nghiệp. CNG đã được sử dụng phổ biến cho nhiên liệu phương tiện ô tô và làm chất đốt công nghiệp ở nhiều nước trên thế giới như khu vực Nam Mỹ, Bắc Mỹ, New Zealand, Ấn độ, Pakistan, Trung Quốc, Hàn Quốc, Malaysia, Indonesia, Thái Lan...

### Ưu điểm của khí CNG

- Nhiên liệu sạch, gần như không có khí độc hại gây ô nhiễm môi trường. CNG thải ra rất ít khí gây ô nhiễm môi trường so với xăng, diesel hay LPG.

Khí thải (g/100km)	CO <sub>2</sub>	UHCs	CO	NO <sub>x</sub>	SO <sub>x</sub>	...	UHCs là những hydrocarbon sinh ra trong quá trình đốt cháy nhiên liệu như khí metan CH <sub>4</sub> ...
Xăng	22,000	85	634	78	8.3	...	
Diesel	21,000	21	106	108	21	...	
LPG	18,200	18	168	37	0.38	...	
<b>CNG</b>	<b>16,275</b>	<b>5.6</b>	<b>22.2</b>	<b>25.8</b>	<b>0.15</b>	...	

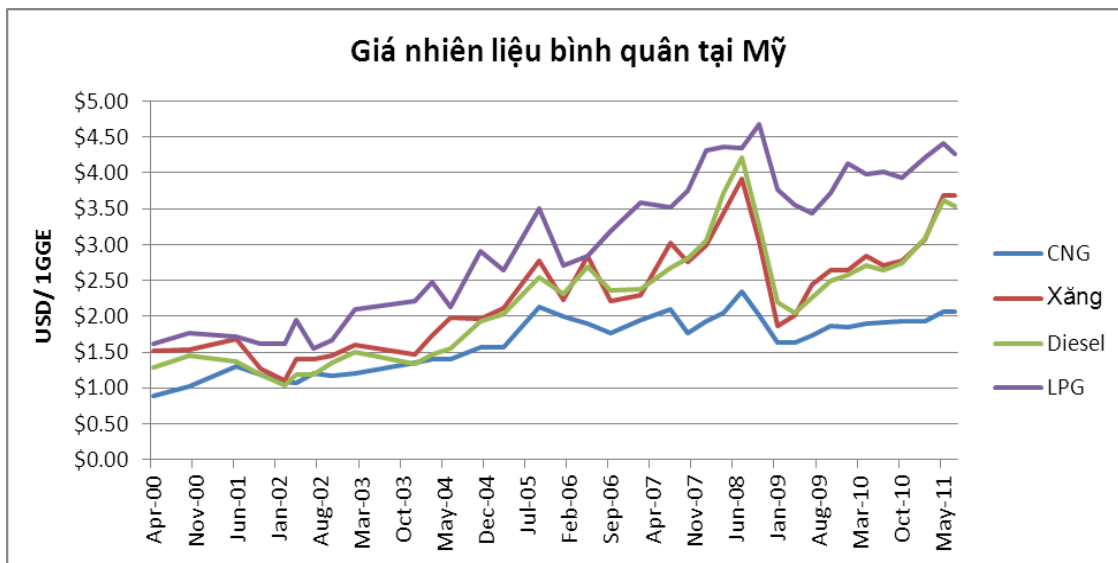
Nguồn: Bộ Năng lượng Mỹ

- Phương tiện vận tải sử dụng khí CNG có chi phí bảo dưỡng thấp hơn so với sử dụng các loại năng lượng khác do CNG không chứa chì hoặc benzen nên khi cháy không đóng cặn, đồng thời giúp tăng tuổi thọ của dầu bôi trơn.
- An toàn, do khả năng tự bốc cháy trên bề mặt thấp vì có nhiệt độ tự bốc cháy cao lên tới  $540^\circ\text{C}$  và nồng độ CNG có thể gây cháy trong không khí tối thiểu phải đạt từ 5.3%. Bên cạnh đó, do CNG nhẹ hơn và dễ dàng hòa lẫn với không khí nên hạn chế nguy cơ cháy nổ gây ra do sự tích tụ của khí.
- Hiệu suất sử dụng nhiên liệu cao và chi phí thấp. Để so sánh hiệu quả khi sử dụng khí CNG chúng ta xem xét bảng số liệu sau được cung cấp bởi Bộ Năng lượng Mỹ ( US Department of Energy)

Nhiên liệu	Để tỏa 1 lượng nhiệt bằng (đvt: BTU)	Cần	Chi phí (bình quân tháng 10/2011) - USD	% Tiết kiệm chi phí của CNG so với
Xăng	114,000	1 gallon	3.46	40%
Diesel	114,000	0.88 gallon	3.81	45%
LNG	114,000	1.52 gallon	Na	Na
LPG	114,000	1.35 gallon	3.06	32%
<b>CNG</b>	<b>114,000</b>	<b>3.587 m<sup>3</sup></b>	<b>2.09</b>	<b>-</b>

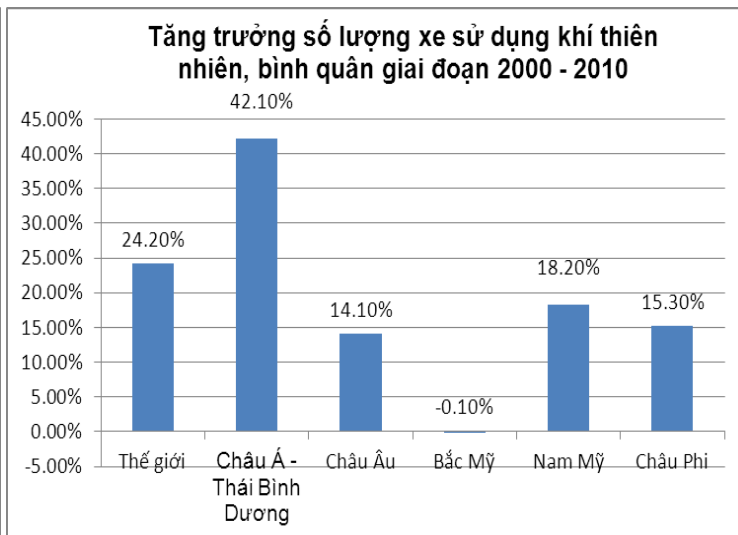
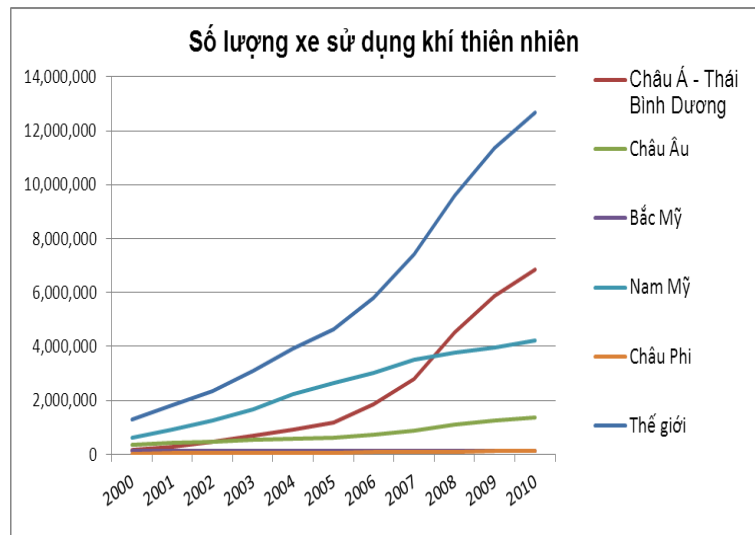
Như vậy, sử dụng CNG giúp tiết kiệm lớn chi phí. Nếu sử dụng CNG có thể tiết kiệm khoảng 40% chi phí so với xăng, 45% chi phí so với Diesel và 32% chi phí so với LPG. Hơn nữa, lợi thế của 1 loại nhiên liệu xanh, thân thiện với môi trường càng khiến CNG hấp dẫn hơn đối với người sử dụng.

Tại Mỹ, giá khí CNG liên tục thấp hơn giá xăng trong giai đoạn từ 2000 tới nay cho thấy những ưu điểm về chi phí của khí CNG trong dài hạn. Hơn nữa, giá khí CNG tại Mỹ cũng có mức độ biến động ổn định hơn so với xăng, diesel, LPG.



Nguồn: Bộ Năng lượng Mỹ

Bên cạnh đó, số lượng xe sử dụng khí thiên nhiên (phổ biến là CNG, ngoài ra còn có LNG và ANG) trên thế giới tăng khá nhanh trong giai đoạn 2000 – 2010, bình quân đạt 24.2%. Trong đó, khu vực Châu Á – Thái Bình Dương đạt mức tăng trưởng cao nhất 42.1%. Tổng số xe sử dụng khí thiên nhiên làm nhiên liệu tính tới năm 2010 đạt 12.6 triệu chiếc, chỉ chiếm 1% tổng số xe lưu hành trên toàn thế giới. Như vậy, tiềm năng tiêu thụ khí thiên nhiên trong đó có CNG trong lĩnh vực giao thông vẫn còn rất lớn.



Nguồn: International Association for Natural Gas Vehicles – NGV Global

Tuy nhiên, CNG lại có nhược điểm là:

- Những phương tiện vận tải sử dụng CNG cần nhiều không gian để chứa nhiên liệu hơn là phương tiện sử dụng xăng.
- Do khí CNG chỉ được phép vận chuyển tối đa là 300 km nhưng khoảng cách vận chuyển phù hợp vào khoảng 150 – 200km nên cần nhiều trạm tiếp nhiên liệu hơn là việc sử dụng các nhiên liệu khác.
- Tầm hoạt động của phương tiện vận tải sử dụng CNG thấp hơn phương tiện sử dụng xăng.



## TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Ngành nghề kinh doanh chính:

- Sản xuất và chiết nạp khí thiên nhiên CNG, LPG, LNG.
- Ngoài ra, CNG còn cung cấp các dịch vụ liên quan đến hoạt động kinh doanh khí CNG, LPG, LNG như vận chuyển khí, cải tạo, bảo dưỡng, sửa chữa, lắp đặt các thiết bị chuyển đổi cho các phương tiện sử dụng 3 loại khí trên.

### Sản phẩm kinh doanh:

- Chủ yếu là khí thiên nhiên nén CNG, ngoài ra công ty còn cung cấp khí LPG, LNG.
- Khí CNG có nguồn gốc từ khí thiên nhiên được nén dưới áp suất cao. Đây là 1 dạng nhiên liệu mới ở Việt Nam được nhiều tổ chức chuyên môn đánh giá là có ưu thế vượt trội về công nghệ, môi trường và giá cả so với các dạng nhiên liệu truyền thống như dầu DO, FO, LPG.
- Công ty đang triển khai nghiên cứu công nghệ Biomass (nguồn nguyên liệu tạo ra nhiên liệu sinh học), công nghệ tàng trữ, chiết nạp, vận chuyển sản phẩm LNG nhằm đa dạng hóa sản phẩm đáp ứng tốt hơn nhu cầu thị trường.

### Công nghệ, máy móc thiết bị

- Hiện tại, công ty có 1 nhà máy duy nhất sản xuất khí CNG đặt tại KCN Phú Mỹ – Tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu. Nhà máy gồm 1 trạm nén công nghệ 200 bars, công suất 5,400Sm<sup>3</sup>/h (30 triệu Sm<sup>3</sup>/năm) hoạt động ổn định từ 03/09/2008 và 1 trạm nén công nghệ 250 bars, công suất 7,500Sm<sup>3</sup>/h (40 triệu Sm<sup>3</sup>/năm) hoạt động từ tháng 02/2011.
- Bên cạnh đó các thiết bị đo đếm đều được các cơ quan chức năng kiểm định và cấp chứng chỉ. Hệ thống các thiết bị an toàn được kết nối trực tiếp với hệ thống điều khiển vận hành ở chế độ tự động hoặc bằng tay cho phép vận hành, cảnh báo và xử lý các sự cố.
- Hệ thống vận tải gồm 7 xe NISSAN, 16 xe bồn với tổng công suất vận chuyển tối đa lên đến 50 triệu Sm<sup>3</sup>/năm.
- Các thiết bị giảm áp tại các khách hàng đều đạt tiêu chuẩn quốc tế đảm bảo cung cấp khí an toàn và liên tục.

### Nguyên nguyên liệu ổn định, khách hàng sử dụng khí CNG đang dần được mở rộng

Nguyên nguyên liệu để sản xuất khí CNG là khí tự nhiên được lấy trực tiếp từ Công ty cổ phần phân phối khí thấp áp dầu khí Việt Nam - PVGas D (PGD) thông qua hệ thống đường ống của công ty này. Nguồn khí đầu vào của PGD được lấy từ Tổng công ty khí Việt Nam – PVGas, tổng lượng khí khai thác của PVGas sẽ ưu tiên cung cấp cho các nhà máy điện, đạm và hộ công công nghiệp. Trong đó, sản lượng khí của PGD cung cấp cho các hộ công nghiệp (khách hàng chính của PGD) chỉ chiếm 4% tổng sản lượng khai thác từ PVGas, vì vậy, nguồn nguyên liệu cung cấp cho CNG Việt Nam rất ổn định.

Hiện tại, CNG Việt Nam đang cung cấp khí cho 15 khách hàng là những doanh nghiệp sản xuất thực phẩm, vật liệu xây dựng, nguyên liệu phục vụ công nghiệp, như thép Thủ Đức, Đại Thiên Lộc, gạch men Long Tai, Thanh Thanh, sữa VNM, Café Trung Nguyên.... Công ty đang hướng tới khách hàng là hộ công nghiệp.

## THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

### CÔNG TY CỔ PHẦN CNG VIỆT NAM

Địa chỉ: 35I, Đường 30/4, Phường 9, TP.Vũng Tàu

Điện thoại: 064 3574 635 Fax: 064 3574 619

Website: <http://www.cng-vietnam.com/>

*Danh sách cổ đông cập nhật ngày 3/11/2011*

CƠ CẤU SỞ HỮU	Số CP nắm giữ	Tỷ lệ
Trong nước	16,718,709	82.31%
- Tổ chức	12,844,796	63.24%
- Cá nhân	3,873,913	19.07%
Nước ngoài	3,593,329	17.69%
- Tổ chức	2,969,029	14.62%
- Cá nhân	624,300	3.07%

### CHI TIẾT CỔ ĐÔNG

#### Hội Đồng Quản Trị

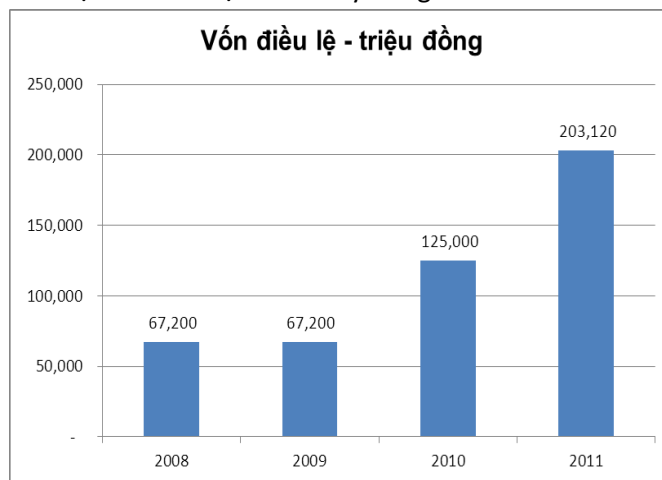
Vũ Tuấn Ngọc – Chủ Tịch HĐQT	29.250	0.14%
Đặng Văn Vĩnh – Thành viên	30,492	0.15%
Vũ Quý Hiệu – Thành viên	89,818	0.44%
Christopher Nghĩa Đỗ – Thành viên	624,300	3.07%

#### Cổ đông lớn (>5%)

Công ty CP kinh doanh khí hóa lỏng Miền Nam (PGS)	12,256,796	60.34%
Công ty IEV Group SDN.BHD	2,185,679	10.76%

### QUÁ TRÌNH TĂNG VỐN

Kể từ khi thành lập năm 2007, CNG đã 2 lần tăng vốn điều lệ, sau 4 năm hoạt động, quy mô vốn điều lệ của công ty đã tăng hơn 3 lần. Tính tới cuối năm 2011, vốn điều lệ của CNG đạt 203.12 tỷ đồng



Nguồn: CNG

## KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Mới thành lập từ năm 2007 nhưng CNG Việt Nam đã đạt kết quả kinh doanh rất tốt sau 4 năm hoạt động. Ngoại trừ năm 2008 lỗ sau thuế gần 4.5 tỷ, giai đoạn 2009 - 2011 CNG Việt Nam đều kinh doanh có lãi với mức tăng trưởng doanh thu thuần (năm 2009, doanh thu thuần tăng 862.2%, 2010 tăng 277.09% và 2011 tăng 156.41% so với cùng kỳ) và lợi nhuận sau thuế (năm 2010 tăng 761.02%, 2011 tăng 93.79% so với cùng kỳ) đều đạt mức rất cao.

Do công ty ký kết được nhiều hợp đồng trong các năm 2009 và 2010 với các khách hàng lớn như Gạch men Thanh Thanh, Thép Thủ Đức, Công ty Hyosung chuyên sản xuất sợi nylon, vải màn... đã làm gia tăng đáng kể doanh thu. Ngoài ra, chính sách giá bán CNG cho khách hàng phụ thuộc vào diễn biến giá khí thiên nhiên trên thế giới nên trong thời gian từ cuối 2009 đến 2010, giá khí thiên nhiên thế giới liên tục tăng ở mức cao nên công ty đã tăng giá bán cho phù hợp.

Bên cạnh đó, chi phí tăng thấp (trong đó, giá vốn chỉ tăng 204.18% thấp hơn mức tăng 277.09% của doanh thu thuần) góp phần đưa lợi nhuận sau thuế năm 2010 tăng 761.02% so với năm 2009 vượt cả mức tăng của doanh thu thuần.

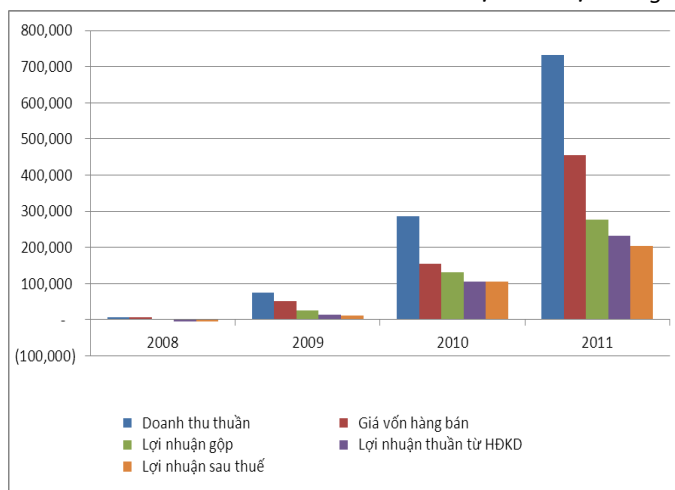
Năm 2011, do nhu cầu thay thế các nhiên liệu sản xuất truyền thống như dầu DO, FO, khí LPG nên doanh thu và lợi nhuận sau thuế tiếp tục tăng trưởng ở mức cao.

Tính đến hết tháng 12/2011, CNG Việt Nam đạt doanh thu 731.8 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 204 tỷ đồng, lần lượt vượt 11.22% và 13.38% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận điều chỉnh năm 2011 được Hội đồng quản trị phê duyệt. So với năm 2010, doanh thu thuần tăng 156.41% và lợi nhuận sau thuế tăng 93.79%.

Bên cạnh đó, do không phải nộp thuế thu nhập doanh nghiệp trong 2 năm 2009 và 2010 đã góp phần đáng kể mang lại cho CNG – Việt Nam mức lợi nhuận sau thuế rất cao và những ưu đãi về thuế này có thể giúp CNG – Việt Nam đầu tư vào các dự án trạm nén CNG bằng vốn tự có, giảm sự phụ thuộc vào lãi vay.

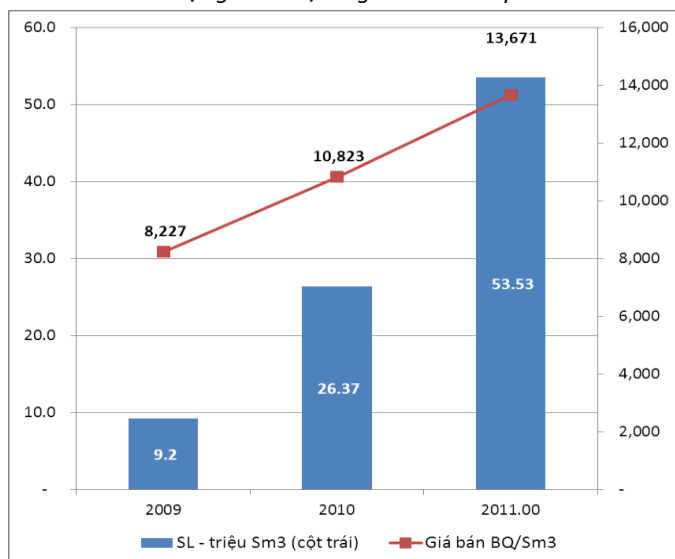
Với sự đóng góp quan trọng trong yếu tố thuế vào kết quả kinh doanh nhiều khả năng lợi ích do việc nộp thuế thấp có thể giúp CNG có được lượng tiền mặt lớn trong 5 năm tiếp theo để tái đầu tư vào các dự án. Cụ thể, chính sách thuế đối với CNG – Việt Nam như sau: Miễn thuế trong 2 năm 2009 và 2010, nộp thuế suất thuế TNDN 10% từ 2011 – 2016, 20% trong năm 2017 và 25% từ năm 2018 trở đi.

Đơn vị tính: triệu đồng



Nguồn: CNG

### Sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân



Nguồn: Bản cáo bạch CNG và VTS ước tính

### Bảng thuế TNDN của CNG – Việt Nam

STT	Giai đoạn	Thuế suất
1	2009 - 2010	Miễn thuế
2	2011 - 2016	10%
3	2017	20%
4	2018 trở đi	25%

Nguồn: Bản cáo bạch CNG



## CƠ CẤU CHI PHÍ

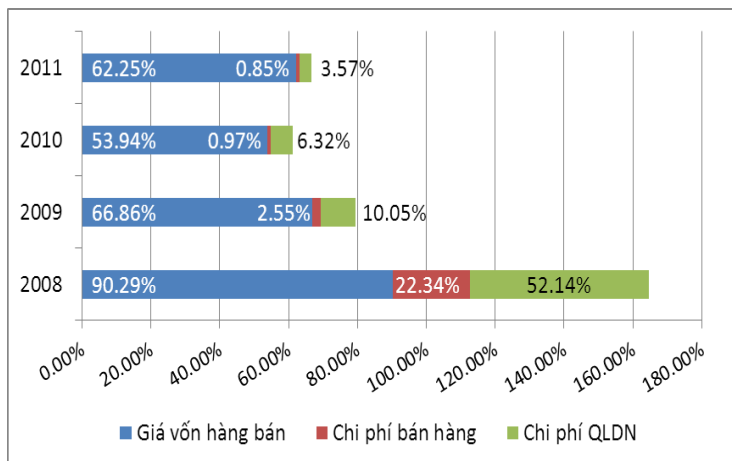
### GIÁ VỐN HÀNG BÁN

Là khoản mục chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí, giá vốn hàng bán của CNG – Việt Nam có mức tăng khá cao do công ty đẩy mạnh hoạt động bán hàng. Tuy nhiên mức tăng vẫn thấp hơn doanh thu thuần (trong giai đoạn 2008 – 2010, giá vốn hàng bán tăng lần lượt là 612.57% và 204.18%, trong khi đó doanh thu tăng 862.2% và 277.09%. Năm 2011, doanh thu tăng 156.41% và giá vốn hàng bán lần đầu tiên sau 3 năm có mức tăng cao hơn doanh thu, đạt 195.93%)

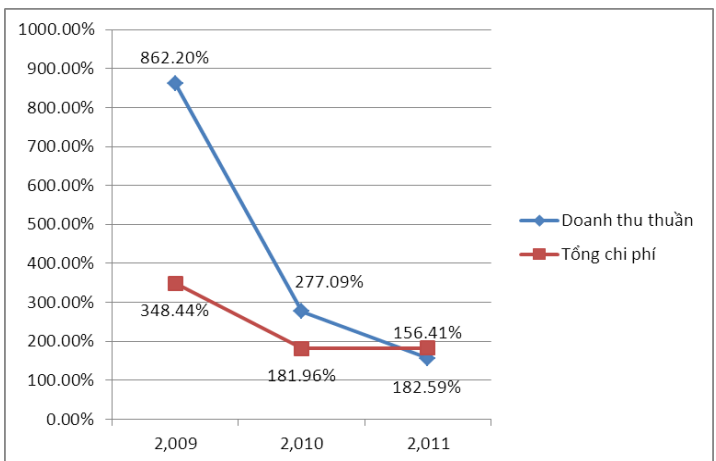
Việc kiểm soát các chi phí liên quan tới giá vốn hàng bán của công ty ngày càng được cải thiện. Năm 2008, giá vốn hàng chiếm tới 90.29% doanh thu thuần thì trong năm 2011, giá vốn hàng bán chỉ chiếm 62.25% doanh thu thuần. Do giá khí đầu vào chiếm tới 65% giá vốn hàng bán nên 1 trong những nhân tố quan trọng góp phần cho việc cắt giảm và duy trì sự ổn định trong tỷ lệ chi phí giá vốn hàng bán so với doanh thu thuần là công ty có được nguồn nguyên liệu ổn định kéo dài tới hết năm 2012 với giá khí đầu vào gồm giá mua khí và phí thuê đường ống được CNG-Việt Nam đàm phán hàng năm. Điều này hạn chế biến động giá khí đầu vào giúp công ty chủ động trong trình kiểm soát giá vốn hàng bán.

Tuy nhiên, sang năm 2012, PVGas sẽ bắt đầu nhập khí nên giá khí sẽ từng bước được điều chỉnh để tiệm cận với giá thị trường. Nhiều khả năng sẽ tạo nên nhưng biến động khó dự đoán trong giá khí đầu vào của công ty.

Tỷ trọng các chi phí kinh doanh so với doanh thu thuần



Tăng trưởng tổng chi phí và doanh thu thuần – triệu đồng



Nguồn: VTS tổng hợp từ BCTC kiểm toán và Q4/2011 của CNG

### CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Nhìn chung, CNG – Việt Nam quản lý chi phí khá tốt, tỷ lệ tổng chi phí so với doanh thu thuần liên tục được kéo giảm trong giai đoạn 2008 – 9T/2011. Tổng chi phí từ chiếm tới 185.24% doanh thu thuần đã giảm khá nhanh qua từng năm và đến hết tháng 9/2011 chỉ còn chiếm 63.25% doanh thu thuần. Mặc dù vậy, mức tăng của tổng chi phí rất cao, năm 2009 tăng 348.44% so với năm 2008, tỷ lệ này được cải thiện trong năm 2010, đạt 181.96% và mức tăng của tổng chi phí tiếp tục giảm trong 9 tháng đầu năm 2011 khi chỉ tăng 168.42% so với cùng kỳ 2010.

BẢNG CHI PHÍ (Triệu đồng)	2008		2009		2010		2011 (chưa kiểm toán)	
	Giá trị	%/DTT	Giá trị	%/DTT	Giá trị	%/DTT	Giá trị	%/DTT
Giá vốn hàng bán	7,102	90.29%	50,607	66.86%	153,935	53.94%	455,538	62.25%
Chi phí bán hàng	1,757	22.34%	1,931	2.55%	2,782	0.97%	6,201	0.85%
Chi phí QLDN	4,101	52.14%	7,604	10.05%	18,044	6.32%	26,117	3.57%
Chi phí tài chính	1,260	16.02%	4,088	5.40%	8,450	2.96%	28,515	3.90%
Trong đó: Chi phí lãi vay	-	-	3,686	4.87%	7,217	2.53%	26,968	3.69%
Chi phí khác	351	4.46%	1,112	1.47%	1,030	0.36%	4,278	0.58%
Tổng	14,571	185.24%	65,342	91.20%	184,241	67.08%	520,649	71.14%

Mức tăng trưởng của doanh thu thuần ngày càng thu hẹp so với tổng chi phí ngoài việc do giá vốn hàng bán tăng cao mà còn bởi các chi phí khác cũng gia tăng với tốc độ khá nhanh. Chi phí quản lý doanh nghiệp năm 2010 đã tăng tới 137.3% so với năm 2009 do công ty đẩy mạnh tuyển dụng công nhân kỹ thuật phục vụ nhu cầu ngày càng tăng của khách hàng. Giai đoạn từ 2008 - 2011 công ty đã đẩy mạnh đầu tư cơ sở vật chất nên nhu cầu vốn lưu động và mua sắm thiết bị tăng cao, CNG-Việt Nam đã đẩy mạnh vay nợ nâng tổng nợ vay từ mức 21.6 tỷ năm 2008 lên 174 tỷ tính đến cuối năm 2011. Do đó, chi tính lãi vay đã tăng từ 3.7 tỷ lên gần 27 tỷ trong giai đoạn này.

## ĐÁNH GIÁ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Những năm qua CNG – Việt Nam liên tục cải thiện hiệu quả hoạt động thông qua việc các vòng quay tài sản liên tục biến động theo chiều hướng khả quan. Vòng quay tổng tài sản tăng từ 0.16 lần năm 2008 lên 1.37 lần năm 2011, trong đó, vòng quay tài sản cố định hữu hình tăng lên tới 3.6 lần (năm 2008 chỉ đạt 0.13 lần).

Vòng quay tồn kho của công ty tăng giảm khá thất thường. Từ mức 42.02 lần năm 2008 lên 187.09 lần năm 2009, hạ mạnh xuống 59.5 lần năm 2010 và lại tăng nhẹ lên 61.53 lần năm 2011. Tuy nhiên, sự biến động thất thường trong vòng quay hàng tồn kho nói chung không đáng quan ngại bởi trong giai đoạn 2008 – 2011, hàng tồn kho chỉ chiếm không tới 2% tổng tài sản do nhà cầu đối với khí CNG tăng khá nhanh trong giai đoạn này, vì vậy công ty không có nhiều hàng tồn kho để dự trữ.

### LỢI NHUẬN

Do hiệu quả hoạt động kinh doanh liên tục được cải thiện nên lợi nhuận của CNG có sự tăng trưởng rất tốt, lợi nhuận sau thuế liên tục tăng trong giai đoạn 2009 – 2010. Năm 2011, lợi nhuận sau thuế của CNG đạt 204.08 tỷ, tăng 93.79% so với năm 2010. Tuy thấp hơn mức tăng 761.02% của năm 2010 nhưng mức tăng 93.79% của năm 2011 vẫn rất cao.

Nhờ vậy mà lợi nhuận sau thuế biên năm 2011 đạt 27.89%, ROA và ROE lần lượt đạt 38.24% và 65.67%, giảm nhẹ so với năm 2010 nhưng vẫn là những con số rất cao nếu xét trong bối cảnh kinh tế suy giảm và tín dụng thắt chặt.

### KHẢ NĂNG THANH TOÁN

Do dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chính tăng khá ổn định nên công ty đang sở hữu lượng tài sản ngắn hạn có thanh khoản tương đối tốt với 179 tỷ tiền & tương đương tiền, 138 tỷ khoản phải thu có số ngày thu tiền bình quân là 54 ngày, thấp nhất kể từ khi công ty hoạt động.

Cuối năm 2011, chỉ số thanh toán tiền mặt đạt mức khá tốt là 0.88 lần. Các chỉ số thanh toán nhanh và thanh toán hiện hành đều trên 1.8 lần. Đáng chú ý, khả năng thanh toán lãi vay đạt mức rất cao là 9.43 lần. Như vậy, tình hình tài chính của công ty khá an toàn mặc dù các chỉ số thanh toán có mức sụt giảm so với năm 2010 do công ty gia tăng đòn bẩy tài chính từ mức 1.54 lần lên mức 1.82 lần năm 2011.

*Chúng tôi không tiến hành so sánh kết quả kinh doanh cũng như các chỉ số tài chính của CNG Việt Nam với các công ty khác trong ngành gas bởi vì hiện chỉ có PGS là bán khí CNG nhưng PGS là công ty mẹ của CNG Việt Nam nên việc so sánh là không cần thiết.*

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH			
	2009	2010	2011
<b>Chỉ số giá trị</b>			
EPS (ngàn VND)	1,820	10,958	12,439
Book Value (ngàn VND)	10,903	18,654	19,121
Doanh thu/CP	11,263	22,833	36,029
Tỷ lệ cổ tức/Mệnh giá	25%	125%	225%
<b>Tốc độ tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	862.20%	277.09%	156.41%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	3182.72%	424.21%	110.14%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-	761.02%	93.79%
Tăng trưởng tổng tài sản	78.49%	106.79%	96.85%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	20.04%	218.24%	66.57%
<b>Chỉ số thanh toán</b>			
Thanh toán hiện hành	1.35	2.11	1.95
Thanh toán nhanh	1.35	2.05	1.86
Thanh toán tiền mặt	0.71	1.07	0.88
<b>Chỉ số hiệu quả HĐKD</b>			
ROA	9.02%	39.48%	38.24%
ROE	18.21%	68.73%	65.67%
Lợi nhuận gộp/DT	33.14%	46.06%	37.75%
Lợi nhuận kinh doanh/DT	17.90%	37.22%	31.62%
Lợi nhuận trước thuế/DT	16.43%	37.04%	31.06%
Lợi nhuận ròng/DT	16.16%	36.90%	27.89%
<b>Chỉ số hiệu quả quản lý</b>			
Vòng quay khoản phải thu	5.22	5.51	6.74
Số ngày thu tiền bình quân	69.88	66.30	54.13
Vòng quay hàng tồn kho	187.09	59.50	61.53
Số ngày tồn kho bình quân	1.95	6.13	5.93
Vòng quay tài sản cố định	0.89	2.03	3.12
Vòng quay tổng tài sản	0.56	1.07	1.37
<b>Phân tích Dupont</b>			
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	2.37	1.54	1.82
Lợi nhuận ròng biên	16.16%	36.90%	27.89%
<b>Cơ cấu vốn (hệ số đòn bẩy)</b>			
Nợ dài hạn/Vốn+Nợ dài hạn	40.59%	14.55%	22.77%
Tổng nợ/Tổng tài sản	57.86%	35.15%	45.13%

## TỔNG QUAN NGÀNH KHÍ VIỆT NAM

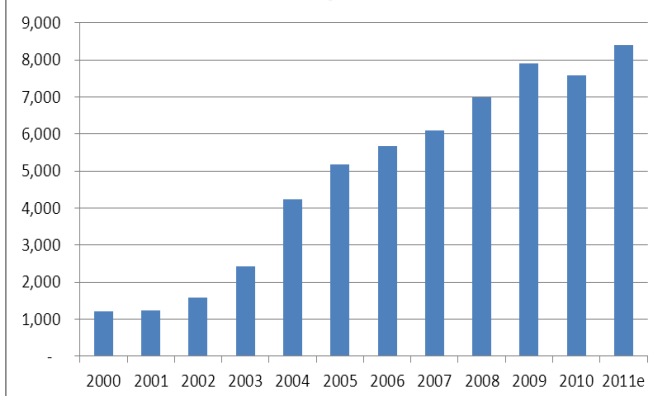
Ngành gas Việt Nam có thể được chia thành 2 phân khúc là tiêu dùng và công nghiệp trong đó các doanh nghiệp đều lấy nguồn nguyên vật liệu từ Tổng công ty khí Việt Nam PVGas để sản xuất và phân phối đến người tiêu dùng cuối cùng là các doanh nghiệp sản xuất và hộ gia đình.

Sản phẩm của ngành khí khá đa dạng bao gồm khí dầu mỏ hóa lỏng LPG, khí khô (khí thiên nhiên nén CNG, khí thấp áp,...), khí thiên nhiên hóa lỏng LNG, khí ngưng tụ... Trong đó, 4 loại khí tiêu thụ nhiều nhất tại thị trường Việt Nam, gồm:

Loại	Đặc điểm	Ứng dụng
Khí khô	Là khí thiên nhiên sau khi đã loại bỏ nước và tạp chất có thành phần chủ yếu là Metan (CH <sub>4</sub> )	Nhiên liệu cung cấp cho các nhà máy điện, đạm, hóa dầu... và một phần dùng để sản xuất CNG và khí thấp áp.
LPG	Là chất lỏng tạo nên bởi hỗn hợp các Hidrocarbon, chủ yếu là propan và butan	Làm nhiên liệu: bình gas, nhiên liệu để sản xuất gốm sứ, thủy tinh, chế biến nông sản, thay thế xăng dầu...
CNG	Là khí thiên nhiên được nén ở áp suất cao, nhiên liệu sạch và gần như không gây ô nhiễm môi trường	Nhiên liệu thay thế xăng, dầu, cung cấp cho các doanh nghiệp và hộ công nghiệp sản xuất...
Thấp áp	Là khí thiên nhiên được nén ở áp suất thấp, thân thiện môi trường	Cung cấp cho các hộ tiêu thụ công nghiệp, cạnh tranh trực tiếp với dầu DO, FO, LPG

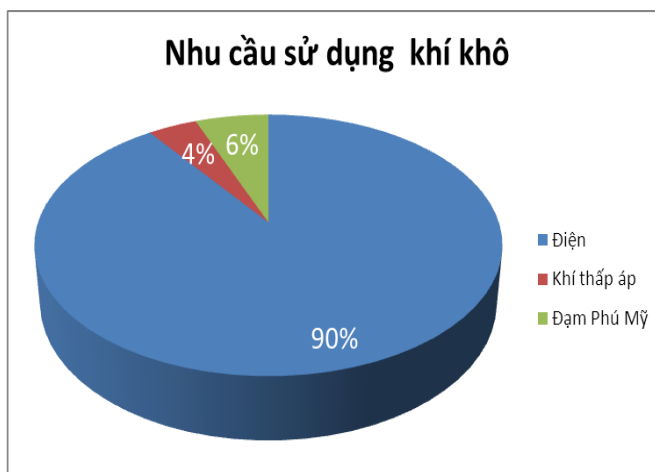
- Hiện tại, sản phẩm khí khô chủ yếu do PVGas cung cấp với 90% tổng sản lượng khí cung cấp cho các nhà máy điện ở khu vực Đông và Tây Nam Bộ, 6% cung cấp cho nhà máy Đạm Phú Mỹ (nhà máy đạm Cà Mau, khí hoàn thành dự kiến sẽ tiêu thụ một lượng khí tương đương nhà máy đạm Phú Mỹ), phần nhỏ còn lại được tiêu thụ bởi các hộ công nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng, thực phẩm...
- Thị trường LPG đang diễn ra sự cạnh tranh gay gắt giữa nhiều doanh nghiệp trong nước và trong giai đoạn bão hòa.
- Thị trường CNG mới được khai thác và cũng chỉ có 2 doanh nghiệp tham gia là CNG Việt Nam và Cty CP kinh doanh khí hóa lỏng Miền Nam (PGS – Công ty nắm hơn 60% vốn điều lệ của CNG – Việt Nam)
- Thị trường khí thấp áp chỉ là sân chơi của riêng Công ty cổ phần phân phối khí thấp áp đầu khí PGD
- Hai sản phẩm khí CNG và khí thấp áp phải sử dụng đầu vào là khí thiên nhiên được nén dưới áp suất khác nhau nên nguồn nguyên liệu phụ thuộc vào PVGas do doanh nghiệp này độc quyền trong sản xuất và phân phối khí thiên nhiên.

**Sản lượng khí khô - CNG và khí thấp áp - triệu m<sup>3</sup>**



Nguồn: PVGas

**Nhu cầu sử dụng khí khô**



Nguồn: PVGas

**Dự báo cung, cầu khí thiên nhiên 2012 - 2015**



Nguồn: PVGas



**Tại Việt Nam**, khí CNG được sử dụng với mục đích thương mại từ năm 2007 được cung cấp bởi công ty cổ phần CNG-Việt Nam với nhà máy sản xuất khí CNG đầu tiên tại Việt Nam được công ty đầu tư 9.7 triệu USD tại khu công nghiệp Phú Mỹ, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu. Công nghệ sản xuất khí CNG được chuyển giao bởi công ty IEV Energy (Malaysia), hiện tại chỉ có công ty CNG – Việt Nam và PGS (công ty mẹ của CNG) đang độc quyền sản xuất và phân phối khí CNG tại Việt Nam.

Do mới được sử dụng ở nước ta chưa lâu nên khí CNG chủ yếu đang trong quá trình dùng thử nghiệm. Khách hàng sử dụng khí CNG hiện tại gồm các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng (gạch men, thép, tôn), thực phẩm (sữa, café), sẫm lốp. Phương tiện vận tải sử dụng CNG tại Việt Nam hiện có 28 chiếc xe bus chạy các tuyến trong khu vực TPHCM.

#### **Triển vọng tiêu thụ CNG tại Việt Nam**

##### **- Nhu cầu bảo vệ môi trường và tiết kiệm chi phí.**

Các loại khí thải gây hiệu ứng nhà kính như CO<sub>x</sub>, SO<sub>x</sub>, NO<sub>x</sub>...sinh ra trong quá trình sử dụng nhiên liệu như xăng, dầu diesel đã được khoa học chứng minh là gây ra các hiện tượng biến đổi khí hậu, sự ấm lên của trái đất, gây ô nhiễm môi trường sống và ảnh hưởng nghiêm trọng đến sức khỏe con người và hệ sinh thái.

Khí CNG được sản xuất với mục tiêu giảm lượng khí thải vào không khí, giảm chi phí nhiên liệu được Liên Hiệp Quốc đánh giá sẽ là công nghệ tương lai của ngành dầu khí.

Chi phí sản xuất thấp cũng là một lợi thế đối với nhà sản xuất và người sử dụng khí CNG. Theo Petrovietnam.info giá thành sản xuất CNG chỉ bằng khoảng từ 20% -30% so với LPG.

##### **- Gia tăng hiệu suất sử dụng nguyên nhiên liệu.**

Với chi phí thấp hơn nhiều so với xăng, diesel hay LPG, việc sử dụng CNG mang tính kinh tế cao. Khi cháy, CNG không đóng cặn trong động cơ và giúp gia tăng tuổi thọ, giảm chi phí bảo dưỡng.

VIỆT NAM	Nhiên liệu	Để tỏa 1 lượng nhiệt bằng (đvt:BTU)	Cần	Tương đương (lít)	Giá hiện tại 2/2012	Chi phí	Nguồn
	Xăng RON92	114,000	1 gallon	3.7854	20,800 VND/lít	78,736 VND	Petrolimex
	Diesel	114,000	0.88 gallon	3.3312	20,400 VND/lít	67,596 VND	Petrolimex
	LNG	114,000	1.52 gallon	5.7538	na	Na	na
	LPG	114,000	1.35 gallon	5.1103	14,200 VND/lít	72,566 VND	PGS
	CNG	114,000	3.587m <sup>3</sup>	na	14,000 VND/m <sup>3</sup>	50,218 VND	Ước tính theo giá bán của CNG – Việt Nam

##### **- An toàn hơn so với xăng, LPG**

CNG có chỉ số octan cao (120) nên khả năng tự bốc cháy thấp, nhiệt độ tự bốc cháy lên đến 540<sup>0</sup>C. Do đó, CNG an toàn hơn so với LPG (chỉ số octan là 110) và an toàn hơn nhiều so với loại xăng cao cấp nhất hiện nay là xăng RON 95 (có chỉ số octan bằng 95)

##### **- Nhu cầu tiềm năng rất lớn**

Theo số liệu của Bộ Công An, tính đến ngày 31/12/2010, tổng lượng xe ô tô lưu hành tại Việt Nam là 1.6 triệu chiếc. Tính cả giai đoạn 10 năm 2001-2010, tốc độ tăng trung bình của lượng xe ô tô lưu hành tại Việt Nam đạt 12,81%/năm. Trong khi đó, số lượng xe sử dụng khí thiên nhiên làm nhiên liệu chỉ có 282 chiếc (Nguồn: NGV Global), trong đó có 28 chiếc xe bus chạy khí CNG, chiếm 0.0018% tổng lượng xe lưu hành trên toàn quốc. Như vậy, nếu xu thế sử dụng nhiên liệu thân thiện môi trường trở nên phổ biến thì nhiều khả năng số lượng xe chạy khí thiên nhiên sẽ tăng lên đáng kể. Do đó, nhu cầu sử dụng khí thiên nhiên làm nhiên liệu phục vụ các phương tiện giao thông cũng theo đó mà gia tăng nhanh chóng.

### Kế hoạch mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh

**CNG Việt Nam** đặt mục tiêu tăng trưởng sản lượng bình quân 16% trong giai đoạn 2012 – 2015, với nhiệm vụ chính là cân đối cung cầu khí CNG với PVGas và PGS tại các khu vực Phú Mỹ, Nhơn Trạch, Đồng Nai, Bình Dương, TPHCM... Bên cạnh đó, phát triển các dự án vận chuyển, phân phối LNG (dự kiến năm 2014, PVGas sẽ thực hiện nhập khẩu LNG), Biomass.

### Các dự án sẽ triển khai trong thời gian từ 2012 đến 2015:

- Nâng công suất của nhà máy CNG Phú Mỹ từ mức 40 triệu Sm<sup>3</sup>/năm như hiện tại lên 100 triệu Sm<sup>3</sup>/năm vào năm 2014. Trước mắt, công ty sẽ nâng công suất của nhà máy Phú Mỹ lên 70 triệu Sm<sup>3</sup>/năm ngay trong năm 2012. Tổng đầu tư dự kiến là 75 tỷ đồng.
- Xây dựng nhà máy CNG Nhơn Trạch – Đồng Nai với tổng công suất là 120 triệu Sm<sup>3</sup>/năm. Dự kiến bắt đầu xây dựng từ quý 1/2012 đến quý 4/2014 với tổng đầu tư 435 tỷ đồng. Giai đoạn 1, công suất 20 triệu Sm<sup>3</sup>/năm vào năm 2012. Giai đoạn 2 nâng công suất lên 50 triệu Sm<sup>3</sup>/năm vào năm 2014. Giai đoạn 3, nâng công suất lên 120 triệu Sm<sup>3</sup>/năm.
- Dự án nhà máy CNG/LNG Hiệp Phước – TPHCM có tổng công suất là 30 triệu m<sup>3</sup>, dự kiến hoàn thành trong năm 2015 có tổng đầu tư 125 tỷ đồng.
- Ngày 16/09/2011, CNG Vietnam đã ký kết Biên bản ghi nhớ với Công ty Cổ phần Phân phối khí Thấp áp Dầu khí Việt Nam – PV Gas D (là nhà cung cấp khí đầu vào hiện nay cho CNG Vietnam) về việc mua bán khí tự nhiên để sản xuất CNG cung cấp cho các hộ tiêu thụ công nghiệp tại khu vực Bắc Bộ. Dự án này sẽ được triển khai và bắt đầu cung cấp khí ra thị trường với sản lượng 50 triệu m<sup>3</sup> CNG /năm vào cuối năm 2013.
- Ngoài ra, công ty cũng dự định đầu tư xây dựng các nhà máy CNG/LNG tại Long An (2014), Cà Mau (2018), Cần Thơ (2015) và Thái Bình (2014)

### Đang thực hiện:

- CNG Việt Nam đang tiến hành lập dự án đầu tư nhà máy CNG tại khu công nghiệp Nhơn Trạch với công suất Giai đoạn 1 đưa vào hoạt động trong năm 2012 là 20 Triệu m<sup>3</sup> CNG /năm.

### Nhu cầu vốn và cân đối nguồn vốn giai đoạn 2012 – 2015

Năm	Nhu cầu vốn (tỷ đồng)	Nguồn vốn	
		Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	Vốn vay (tỷ đồng)
<b>2012</b>	<b>235</b>	<b>94</b>	<b>141</b>
<b>2013</b>	<b>350</b>	<b>140</b>	<b>210</b>
<b>2014</b>	<b>125</b>	<b>50</b>	<b>75</b>
<b>2015</b>	<b>125</b>	<b>50</b>	<b>75</b>
<b>Tổng</b>	<b>835</b>	<b>334</b>	<b>501</b>

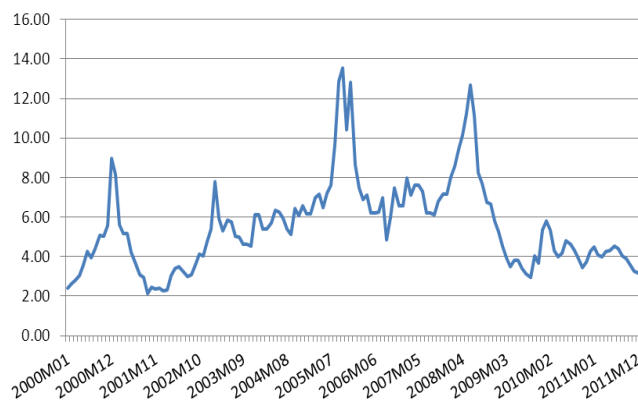
Nguồn: Báo cáo bạch CNG Việt Nam

## RỦI RO KINH DOANH

Với đặc thù là doanh nghiệp sản xuất sản phẩm khí CNG phục vụ cho nhu cầu phát triển kinh tế nên CNG – Việt Nam sẽ đối mặt với những rủi ro do sự biến động của kinh tế vĩ mô.

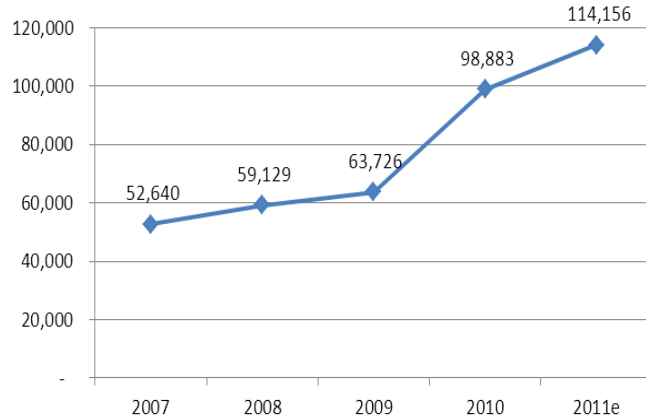
- **Rủi ro về giá nguyên vật liệu.** Nhu cầu khí thiên nhiên tăng cao trong những năm tới trong khi sản lượng sản xuất của PVGas không đủ cung ứng cho thị trường nên dự kiến PVGas sẽ gia tăng giá bán khí cho PGD do phải nhập khẩu khí thiên nhiên (nhiều khả năng từ Indonesia bằng đường ống). Việc phụ thuộc vào nguồn khí từ PGD có thể khiến CNG-Việt Nam gia tăng chi phí nguyên liệu đầu vào trong khi giá đầu ra có thể không tăng bằng giá khí đầu vào do công ty đang trong quá trình mở rộng khách hàng.
- **Rủi ro về khách hàng.** Hiện tại, khí CNG được sử dụng bởi 1 số khách hàng thuộc các khu công nghiệp tại Bà Rịa – Vũng Tàu, Đồng Nai, Bình Dương, TPHCM nhưng khách hàng có thể ngưng sử dụng khí CNG do nguyên nhân khách quan như: suy thoái, thay đổi chiến lược sử dụng nhiên liệu làm giảm sản lượng tiêu thụ của công ty.  
 Bên cạnh đó, hầu hết các phương tiện vận tải hiện nay đều sử dụng xăng hoặc diesel làm nhiên liệu. Do đó, nếu chuyển sang sử dụng CNG cần 1 thời gian để đầu tư và thử nghiệm trong môi trường giao thông tại Việt Nam.
- **Rủi ro về lãi suất.** Cuối năm 2011, CNG Việt Nam có tổng nợ vay khoảng 174 tỷ đồng. Lãi suất bình quân của các khoản vay này không được công ty trình bày trong thuyết minh BCTC quý 4. Nhiều khả năng áp lực lãi vay hiện tại và của công ty là không lớn do dòng tiền tạo ra do bán khí giúp công ty dễ dàng trong thanh toán lãi vay.
- **Rủi ro tỷ giá.** Tính đến cuối quý 3, dư nợ bằng USD của CNG vào khoảng 570,000 USD. Đây là khoản nợ nằm trong hạn mức tín dụng 5.5 triệu USD mà PVF cung cấp cho công ty. Hiện tại, áp lực tỷ giá được ông Trương Văn Phước – TGD Eximbank nhận định là không có do chênh lệch lãi tiền gửi giữa VND và USD lên tới 10% nhưng nếu lạm phát hạ xuống thì tỷ giá sẽ có dấu hiệu tăng. Như vậy, sẽ gia tăng khoản nợ của CNG tính bằng VND nếu công ty gia tăng vay nợ bằng USD ít nhất là trong hạn mức 5.5 triệu USD.
- **Rủi ro khác.** Những rủi ro bất khả kháng như cháy nổ... có thể khiến công ty ngừng sản xuất trong 1 thời gian ảnh hưởng đến doanh thu và gia tăng chi phí cho công ty. Đây là rủi ro mà khả năng xảy ra đối với CNG-Việt Nam cao hơn các doanh nghiệp khác do đặc thù của sản phẩm dễ gây cháy nổ.

**US Natural Gas (USD/mmBTU)**



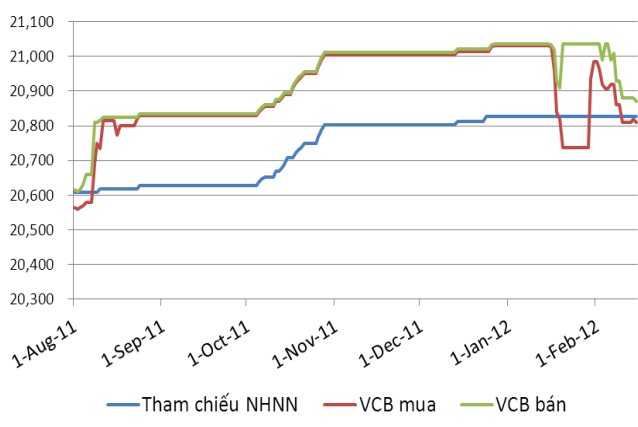
Nguồn: Worldbank

**Giá bán khí của PVGas - VND/mmBTU**



Nguồn: PVGas, VTS ước tính

**Tỷ giá USD/VND 6 tháng qua**



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, Vietcombank

## ĐỊNH GIÁ

- WACC	21%
- Tốc độ tăng trưởng (g)	3%
➤ Theo phương pháp FCFF:	33,500 VND
➤ Theo phương pháp FCFE:	41,900 VND
➤ Theo P/E ước tính 2012 (P/E = 5):	37,200 VND
➤ Theo P/B ước tính 2012 (P/B = 1.5):	36,300 VND
➤ Bình quân với tỷ trọng 25% mỗi phương pháp:	37,225 VND

Chúng tôi định giá theo các yếu tố được dự báo và giả định như sau:

Chỉ tiêu	2012E	2013E	2014E	2015E
Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ	10%	20%	10%	20%
Tăng trưởng giá bán	10%	10%	10%	10%
Tốc độ tăng trưởng doanh thu (%)*	21%	32%	21%	32%
Giá vốn hàng bán (%)	70%	70%	70%	70%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	257.12	317	367	417
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%/Mệnh giá)	30%	n/a	n/a	n/a

\*Tốc độ tăng trưởng doanh thu tính bằng sự đóng góp của tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và giá bán được tính như sau:  
Tăng trưởng doanh thu =  $(1 + \text{Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ}) \times (1 + \text{tăng trưởng giá bán}) - 1$

- Giả sử công ty hoạt động với 80% công suất

- Dự kiến tổng công suất năm 2012 là 70 triệu Sm<sup>3</sup>/năm, giả định CNG hoàn thành GD1 dự án CNG Phú Mỹ.

- Sản lượng năm 2013 tăng 20% giả định rằng CNG hoàn thành GD1 dự án CNG Nhơn Trạch và đưa vào hoạt động, nâng tổng công suất năm 2013 lên 90 triệu Sm<sup>3</sup>/năm.

- Sản lượng năm 2014 tăng 10% giả định CNG hoàn thành GD2 dự án CNG Phú Mỹ nâng tổng công suất lên 100 triệu Sm<sup>3</sup>/năm.

- Sản lượng năm 2015 tăng 20% giả định CNG hoàn thành GD3 dự án CNG Phú Mỹ và GD2 dự án CNG Nhơn Trạch, nâng tổng công suất lên 150 triệu Sm<sup>3</sup>/năm.

Chỉ tiêu (đơn vị tính: triệu đồng)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
Doanh thu thuần	731.819	885.501	1.168.861	1.414.322	1.866.905
Lợi nhuận gộp	276.281	265.650	350.658	424.297	560.072
Lợi nhuận trước thuế	227.289	189.982	251.873	311.677	409.433
Lợi nhuận sau thuế	204.080	170.984	226.686	280.510	368.489
Vốn điều lệ	203,120	257,120	317,120	367,120	417,120
EPS (đồng)	12,439	7.434	7.898	8.202	9.400

### KHUYẾN NGHỊ:

Với kết quả định giá cổ phiếu CNG vào khoảng 37,225 VND, CNG hiện đang giao dịch thấp hơn giá trị thực khoảng **38%**. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CNG trên cơ sở lợi ích của việc sử dụng sản phẩm khí CNG đối với vấn đề bảo vệ môi trường và tiết kiệm chi phí, tiềm năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của công ty từ các dự án đang thực hiện.

Tuy nhiên, do thanh khoản của CNG hiện ở mức khá thấp khoảng 50 nghìn đơn vị/phiên nên chỉ thích hợp với mục tiêu đầu tư dài hạn.

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu VND)**

	2009	2010	2011*
<b>Tài sản</b>	<b>173,888</b>	<b>359,575</b>	<b>707,836</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>68,495</b>	<b>182,822</b>	<b>398,944</b>
Tiền và tương đương tiền	36,054	92,714	179,294
Đầu tư ngắn hạn	7,000	6,100	63,100
Phải thu ngắn hạn	24,968	78,715	138,330
Hàng tồn kho	372	4,802	10,006
Tài sản ngắn hạn khác	101	491	8,214
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>105,393</b>	<b>176,753</b>	<b>308,892</b>
Phải thu dài hạn	-	-	-
Tài sản cố định	104,475	176,517	292,344
Bất động sản đầu tư	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	918	236	16,548
<b>Nguồn vốn</b>	<b>173,887</b>	<b>359,576</b>	<b>707,836</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>100,616</b>	<b>126,400</b>	<b>319,442</b>
Nợ ngắn hạn	50,566	86,701	204,904
Nợ dài hạn	50,050	39,699	114,538
Nợ khác	-	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>73,271</b>	<b>233,176</b>	<b>388,394</b>
Vốn điều lệ	67,200	125,000	203,120
Thặng dư vốn và các quỹ	6,071	108,176	185,274
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Vốn cổ đông thiểu số	-	-	-

**BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

	2009	2010	2011*
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>75,687</b>	<b>285,408</b>	<b>731,819</b>
Giá vốn hàng bán	50,607	153,935	455,538
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>25,080</b>	<b>131,473</b>	<b>276,281</b>
Thu nhập hoạt động tài chính	(1,995)	(4,430)	(12,559)
Doanh thu tài chính	2,093	4,020	15,956
Chi phí tài chính	4,088	8,450	28,515
Chi phí lãi vay	3,686	7,217	26,968
Chi phí bán hàng	1,931	2,782	6,201
Chi phí quản lý doanh nghiệp	7,604	18,044	26,117
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>13,550</b>	<b>106,217</b>	<b>231,404</b>
Thu nhập khác	(1,112)	(514)	(4,115)
Doanh thu khác	-	516	163
Chi phí khác	1,112	1,030	4,278
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>12,438</b>	<b>105,703</b>	<b>227,289</b>
Thuế TNDN phải nộp	-	-	23,209
<b>Lợi nhuận sau thuế TNDN</b>	<b>12,231</b>	<b>105,311</b>	<b>204,080</b>
Phần hùn thiểu số	-	-	-
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>12,231</b>	<b>105,311</b>	<b>204,080</b>

\*Số liệu năm 2011 chưa được kiểm toán

**CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH**

	2009	2010	2011*
<b>Chỉ số giá trị</b>			
EPS (ngàn VND)	1,820	10,958	12,439
Book Value (ngàn VND)	10,903	18,654	19,121
Doanh thu/CP	11,263	22,833	36,029
Tỷ lệ cổ tức/MG	25%	125%	225%
<b>Tốc độ tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	862.20%	277.09%	156.41%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	3182.72%	424.21%	110.14%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	N/A	761.02%	93.79%
Tăng trưởng tổng tài sản	78.49%	106.79%	96.85%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	20.04%	218.24%	66.57%
<b>Chỉ số thanh toán</b>			
Thanh toán hiện hành	1.35	2.11	1.95
Thanh toán nhanh	1.35	2.05	1.86
Thanh toán tiền mặt	0.71	1.07	0.88
<b>Chỉ số hiệu quả HĐKD</b>			
ROA	9.02%	39.48%	38.24%
ROE	18.21%	68.73%	65.67%
Lợi nhuận gộp/DT	33.14%	46.06%	37.75%
Lợi nhuận kinh doanh/DT	17.90%	37.22%	31.62%
Lợi nhuận trước thuế/DT	16.43%	37.04%	31.06%
Lợi nhuận ròng/DT	16.16%	36.90%	27.89%
<b>Chỉ số hiệu quả quản lý</b>			
Vòng quay khoản phải thu	5.22	5.51	6.74
<i>Số ngày thu tiền bình quân</i>	<i>69.88</i>	<i>66.30</i>	<i>54.13</i>
Vòng quay hàng tồn kho	187.09	59.50	61.53
<i>Số ngày tồn kho</i>	<i>1.95</i>	<i>6.13</i>	<i>5.93</i>
Vòng quay tài sản cố định	0.89	2.03	3.12
Vòng quay tổng tài sản	0.56	1.07	1.37
<b>Phân tích Dupont</b>			
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	2.37	1.54	1.82
Lợi nhuận ròng biên	16.16%	36.90%	27.89%
<b>Cơ cấu vốn (hệ số đòn bẩy)</b>			
Nợ dài hạn/Vốn+Nợ dài hạn	40.59%	14.55%	22.77%
Tổng nợ/Tổng tài sản	57.86%	35.15%	45.13%



### **PHỤ LỤC – GIẢI THÍCH THUẬT NGỮ**

- Bar: đơn vị đo áp suất, bằng  $10^5$  Pa ( $1\text{Pa} = 1\text{N/m}^2$ )
- Psi (Pound per square inch): đơn vị đo áp suất, là số pao (cân Anh = 453.59 g) trên một inch vuông
- BTU (British Thermal Unit): đơn vị đo nhiệt lượng của Anh được định nghĩa là 1 lượng nhiệt dùng để tăng nhiệt độ của nước thêm  $1^\circ\text{F}$  hay  $0.556^\circ\text{C}$
- MmBTU: một triệu BTU
- $\text{Sm}^3$ : đơn vị đo thể tích của khí thiên nhiên tại điều kiện tiêu chuẩn
- GGE (Gasoline Gallon Equivalents): 1 lượng nhiên liệu khác (ngoài xăng) khi cháy sẽ tỏa ra 1 lượng nhiệt (đo bằng BTU hoặc MmBTU) bằng với lượng nhiệt tỏa ra khi đốt cháy 1 gallon xăng (khoảng 114,000 Btu)
- Dầu Diesel hay còn gọi là DO (Diesel Oil) tại Việt Nam có 2 loại được sử dụng phổ biến:
  - + DO 0.05S: là nhiên liệu Diesel sử dụng cho phương tiện giao thông cơ giới đường bộ, có hàm lượng lưu huỳnh (S) không lớn hơn 500mg/kg
  - + DO 0.25S: là nhiên liệu Diesel sử dụng cho phương tiện giao thông cơ giới đường bộ, có hàm lượng lưu huỳnh (S) từ lớn hơn 500 mg/kg đến 2,500 mg/kg
- Chỉ số octan là đại lượng quy ước để đặc trưng chống lại sự kích nổ của nhiên liệu động cơ, chỉ số octan càng cao, khả năng tự kích nổ càng thấp.



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN VIỆT THÀNH VIETTHANH SECURITIES COMPANY – VTS

Địa chỉ : 82-84 Calmette, phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại : (84-8) 3821 8686 - (84-8) 3914 7799 FAX: (84-8) 39144511

Website : [www.vts.com.vn](http://www.vts.com.vn) Email: [vts@vts.com.vn](mailto:vts@vts.com.vn)

**Người thực hiện:** **Lê Đăng Quang**  
[quang.le@vts.com.vn](mailto:quang.le@vts.com.vn)

**Bản quyền:** Báo cáo này được bảo vệ bản quyền Công ty Cổ phần Chứng khoán Việt Thành bởi luật pháp Việt Nam và các luật lệ, công ước khác. Mọi hình thức sao chép, tái bản, sử dụng trên các phương tiện truyền thông đối với Báo cáo này cần được sự đồng thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán Việt Thành..

**Tuyên bố trách nhiệm:** Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản tin này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của Báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem Báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VTS tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của Báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong Báo cáo này được VTS thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính của chúng tôi có giá trị đến ngày phát hành Báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo trước.