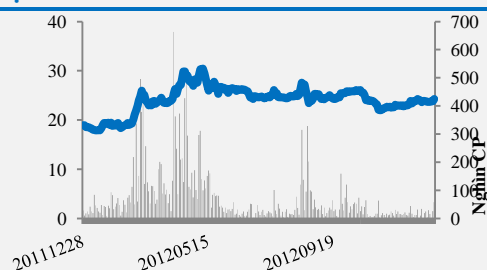


CNG [HSX]
MUA
Giá mục tiêu
VND28.500
Premium
+ 17,8%
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá (03/01/2013)	VND	24.300
Vốn hóa thị trường	Tỷ VND	518
Cổ phần lưu hành	Triệu CP	21,3
Free-float	Triệu CP	6,0
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ VND	510
Thay đổi giá (16 ngày)	%	6,6%
KLGD bình quân (16 ngày)	'000 CP	18.887
Sở hữu nước ngoài	%	23,9%
Suất cổ tức	%	14,4%
Ngành nghề	Dầu khí	

LỊCH SỬ GIÁ

THAY ĐỔI GIÁ

	1T	3T	12T
Thay đổi	6,6%	-4,4%	28,2%
vs. VN-Index	-3,5%	-9,8%	10,2%

Chuyên viên

Nguyễn Lê Ngọc Khoa

(+084 8) 3914 6888

nguyendlengockhoa@baoviet.com.vn

CNG Việt Nam (CNG VN) là một trong hai nhà sản xuất khí tự nhiên nén cho lĩnh vực công nghiệp, cùng với công ty mẹ là PV Gas South (HSX: PGS). Chúng tôi đánh giá **MUA** đối với CNG VN với giá mục tiêu hợp lý là 28.500 VND/CP, với hàm ý lợi nhuận mục tiêu đạt 17,8%. Tuy nhiên, sự phụ thuộc vào PV Gas Việt Nam (HSX: GAS) về nguồn khí đầu vào và giá mua khí đang thách thức lợi nhuận của công ty.

Chịu tác động bởi nền kinh tế không ổn định. Sản lượng khí CNG bị tác động do nhu cầu từ các nhà sản xuất công nghiệp suy yếu và chi phí sản xuất cao hơn. CNG đã tận hưởng sự tăng trưởng mạnh mẽ về doanh thu và lợi nhuận với tỷ lệ tăng trưởng kép lần lượt lên đến 211% và 308% trong giai đoạn 2008 – 2010, nhờ nhu cầu lớn và giá khí nguyên liệu đầu vào rẻ. Tuy nhiên, khi kinh tế Việt Nam suy giảm, ngành công nghiệp thu hẹp sản xuất, nhu cầu yếu đối với sản phẩm của CNG cũng vì thế mà ảnh hưởng đến công ty.

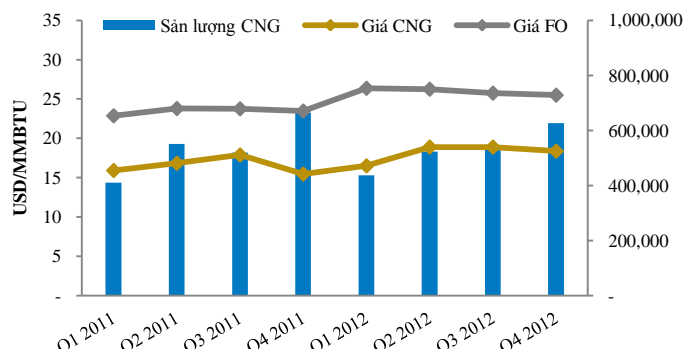
Sự cạnh tranh từ “đối thủ”. Nhà cung cấp của CNG VN, cũng là 1 trong 2 đối thủ cạnh tranh – PV Gas D, đã lắp đặt hệ thống phân phối khí thấp áp ở các Khu công nghiệp Nhơn Trạch và Hiệp Phước. Do đó, Công ty đã mất một số khách hàng cho PV Gas D, bao gồm gồm sức Bách Thành, Ceasar, và Hyosung Việt Nam với sản lượng hàng năm 18 – 20 triệu mét khối.

Việc tăng trưởng không còn dễ dàng. Hiện tại CNG phải điều chỉnh kế hoạch kinh doanh 2012 xuống mức thấp hơn nhiều so với kế hoạch ban đầu. Mục tiêu mới về sản lượng hàng bán giảm gần 20% từ 65.0 triệu m³ xuống còn 53.0 triệu m³.

Lợi nhuận biên ngày càng giảm. Gần đây, Công ty đã công bố doanh thu 2012 vượt kế hoạch chỉ khoảng 1,0%, đồng thời hoàn thành kế hoạch sản lượng và lợi nhuận. Tuy nhiên, biên lãi gộp và biên lãi ròng giảm còn 21,9% và 14,4% so với mức 37,7% và 27,8% năm 2011. Xu hướng tăng giá khí đầu vào và chính sách khấu hao đã ảnh hưởng lợi nhuận của công ty.

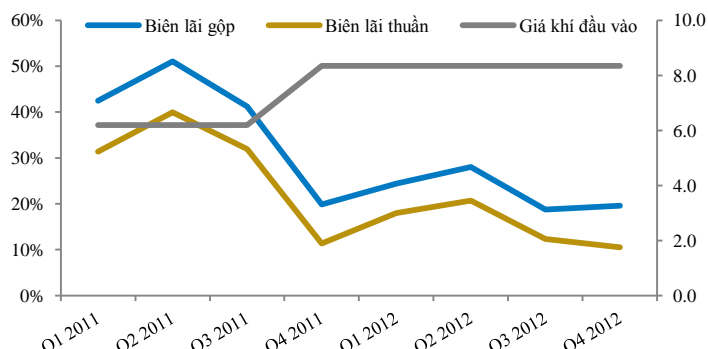
Kết thúc năm vào 31/12		FY2010A	FY2011A	FY2012F	FY2013F
Doanh thu thuần	Triệu VND	285.408	731.819	808.509	1.000.774
EBIT	Triệu VND	112.919	252.969	153.245	171.183
EBITDA	Triệu VND	20.386	82.459	106.364	112.614
LNST cho CĐ	Triệu VND	105.310	203.449	116.810	134.566
EPS	VND	8.425	10.016	5.477	6.309
Tăng trưởng EPS	%	362,8%	18,9%	-45,3%	15,2%
P/E	x	2,9	2,4	4,4	3,8
BPS	VND	18.814	19.090	17.792	19.960
P/B	x	1,3	1,3	1,4	1,2
Suất cổ tức	%	n/a	0,0%	24,8%	14,5%
Giá trị DN (EV)	Triệu VND	492.093	508.861	543.056	467.799
EV/EBITDA	x	24,1	6,2	5,1	4,2
ROA	%	29,3%	28,8%	18,9%	19,5%
ROE	%	44,8%	52,5%	30,8%	31,6%
Nợ/VCSH	%	29,2%	44,4%	31,8%	28,2%

Cơ cấu doanh thu thuần



Nguồn: CNG Vietnam, BVSC

Doanh thu thuần, biên LNG, và LNST



Nguồn: CNG Vietnam, BVSC

Cập nhật 2012: những rủi ro liên quan đến nhu cầu khí và chi phí đầu vào thách thức lợi nhuận

Lượng khách hàng mới giúp công ty hoàn thành kế hoạch sản lượng. Công ty đã chủ động tìm kiếm các giải pháp thu hút thêm những khách hàng mới để bù đắp cho phần sản lượng bị suy giảm trong năm nay. Trong T9 2012, “Dự án trạm giảm áp trung tâm cung cấp khí bằng đường ống cho các khách hàng trong khu công nghiệp” đã đi vào hoạt động tại Khu công nghiệp Sóng Thần. Trước đây, với một trạm giảm áp chỉ lắp đặt cho một khách hàng, do đó chi phí lắp đặt và vận hành cao. Thêm vào đó, công suất có thể không được tận dụng hết. Dự án này giúp giảm chi phí đầu tư cho mỗi khách hàng và do đó có thể thu hút thêm khách hàng, nhất là các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Trong Q4 2012, CNG VN đã có thêm 4 khách hàng, bao gồm Perfetti Melle Vietnam, Asama, Asian foods, và American Standard, nâng tổng số khách hàng lên 20. Nhờ các dự án này, CNG có thể hoàn thành kế hoạch sản lượng điều chỉnh ở mức 53 triệu mét khối năm nay.

Phương thức phân phối khí mới



Nguồn: CNG Việt Nam

Doanh thu tăng, nhưng lợi nhuận giảm. Mặc dù doanh thu tăng trưởng 10,5% lên 808 tỷ đồng, nhưng lợi nhuận ròng lại giảm đến 42,6% xuống mức 116 tỷ đồng. Chi phí khí đầu vào cao hơn và thời gian khấu hao máy móc và phương tiện vận tải tăng 50% khiến cho lợi nhuận thấp hơn trong năm 2012. Giá khí đầu vào tăng 34,7% lên 8,4 USD/MMBTU từ tháng 10 năm 2011 bởi PV Gas Việt Nam. Trong khi đó, giá bán trung bình, vốn được định giá dựa trên giá các loại nhiên liệu thay thế như LPG và dầu FO/DO, chỉ tăng 10,5% lên 18,2 USD/MMBTU. Thêm vào đó, chúng tôi ước tính chi phí khấu hao cũng tăng 29% so với cùng kỳ lên 106 tỷ đồng bởi thời gian khấu hao nhanh hơn. Do đó, biên lãi gộp giảm 42,1% từ mức 37,7% còn 21,9%.

Triển vọng 2013: kế hoạch khá thận trọng

Dừng đầu tư tại các dự án mở rộng. Do khó khăn trong việc sắp xếp nguồn cung khí, Công ty đã thông báo tạm dừng hoặc giãn tiến độ 4 dự án, bao gồm hai dự án nhà máy CNG, dự án sản xuất LNG, dự án vận chuyển và phân phối LNG. Dự án nhà máy CNG tại KCN Nhơn Trạch bị dừng lại và đất đã thuê sẽ được chuyển nhượng. Một dự án khác, nhà máy CNG tại Thái Bình sẽ được giãn tiến độ chờ nguồn cung khí. Tuy nhiên, theo chúng tôi được biết, dự án đã được giao cho một đơn vị thành viên khác của PV Gas Việt Nam thực hiện. Do đó, trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ tăng trưởng dựa trên việc tối đa hóa sản lượng hiện tại hơn là các dự án mới.

Dự án đầu tư. CNG VN sẽ tiếp tục thực hiện ‘Dự án trạm giảm áp trung tâm để cấp khí bằng đường ống’ thông qua việc đầu tư thêm 3 trạm trong năm 2013 với tổng mức đầu tư là 41 tỷ đồng.

Kế hoạch doanh thu chỉ tăng 7,7% do kỳ vọng thấp về giá bán. CNG VN đặt kế hoạch cho năm 2013 với doanh thu và LN ròng lần lượt là 870 tỷ (+7,7% yoy) và 120 tỷ (+3,3% yoy), dựa trên kỳ vọng sản lượng 60 triệu mét khối và giá bán bình quân 17,0 USD/MMBTU. Mức giá bán thấp là do CNG VN e ngại sự biến động của giá dầu có thể ảnh hưởng đến giá bán của họ (vốn được định giá chủ yếu dựa vào giá dầu FO/DO). Thêm vào đó, tình hình kinh tế không ổn định sẽ tiếp tục thách thức nhu cầu của sản phẩm khí nén. Tuy vậy, chúng tôi vẫn giả định một cách lạc quan sản lượng bán sẽ tăng trưởng 15% lên 61 triệu mét khối và giá bán sẽ tăng 4,5% lên 19,1 USD/MMBTU. Do đó, chúng tôi kỳ vọng CNG VN có thể đạt doanh thu và lợi nhuận đạt lần lượt 1.001 tỷ đồng (+23,8% yoy) và 135 tỷ (+15,2% yoy).

Suất cổ tức hấp dẫn. Với cổ tức 2012, CNG VN đã trả 15% (trong tổng số 35%) vào T11 2012. Chúng tôi giả định đợt thanh toán cổ tức lần 2 ở mức 20%, tương đương suất cổ tức 8,2%, sẽ được thanh toán vào T2 2012. Cùng với nhu cầu đầu tư không quá lớn trong vài năm tới, lượng tiền mặt lớn và kết quả kinh doanh khiến chúng tôi tin rằng CNG VN sẽ tiếp tục duy trì cổ tức tiền mặt hấp dẫn 35% hàng năm.

Dự báo kết quả kinh doanh

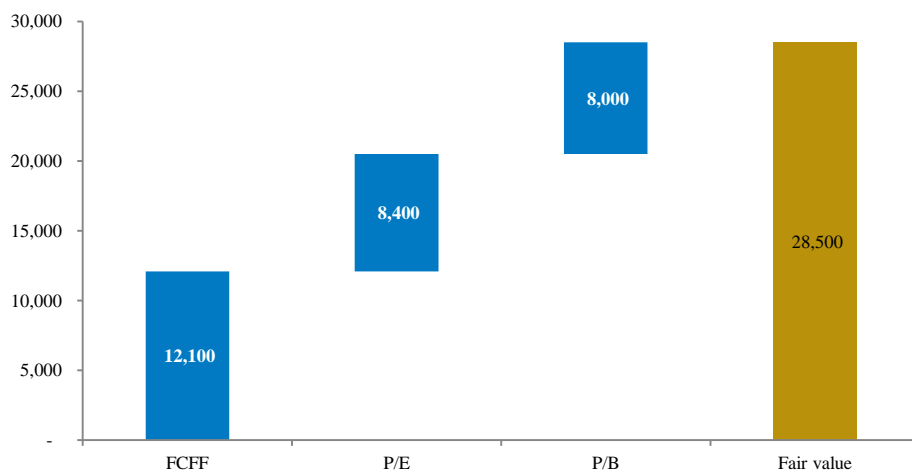
Chỉ tiêu	Đơn vị	2010A	2011A	2012E	% yoy	2013F	% yoy
Doanh thu	Tỷ đồng	285	732	808	10,5%	1.001	23,8%
- Sản lượng	triệu m ³	26,4	53,6	53,0	-1,0%	61,0	15,0%
- Giá bán bình quân	\$/mmbtu	14,3	16,5	18,2	10,5%	19,1	4,5%
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	131	276	177	-36,0%	211	19,5%
- Biên lợi nhuận gộp	%	46,1%	37,7%	21,9%	n/a	21,1%	n/a
Lợi nhuận ròng	Tỷ đồng	105	203	120	-41,0%	135	15,2%
- Biên lợi nhuận ròng	%	36,9%	27,8%	14,8%	n/a	13,5%	n/a

Nguồn: CNG Việt Nam, BVSC

Định giá

Chúng tôi kết hợp định giá theo DCF và dựa trên số nhân (cả P/E và O/B) với tỷ trọng 1/3 cho mỗi phương pháp. Mức giá hợp lý của CNG là 28.500 VND/CP, cao hơn 17,8% so với mức giá giao dịch hiện tại. CNG đang giao dịch tại mức P/E forward 2013 là 3,8x.

Giá hợp lý ở mức 28.500 VND/CP



Nguồn: BVSC

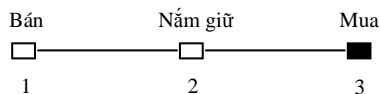
Với phương pháp định giá DCF, chúng tôi đã sử dụng mô hình FCFF dựa trên việc dự báo tình hình của CNG trong giai đoạn 2013 – 2017. Những giả định đầu vào bao gồm WACC trong ngắn hạn là 22,7% và 16,5% trong dài hạn.

Chỉ tiêu (triệu đồng)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
LN ròng	134.566	148.970	122.784	104.820	119.320
+ Khấu hao	98.610	46.459	52.564	25.111	31.361
+ Lãi vay sau thuế	23.832	20.079	17.160	16.201	5.940
- Đầu tư ròng vào vốn lưu động	(16.900)	(13.284)	(16.349)	(14.232)	(10.676)
- Đầu tư ròng vào tài sản cố định	(66.710)	(25.000)	(25.000)	(25.000)	(25.000)
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	173.399	177.225	151.158	106.901	120.946
Hiện giá của FCFF	141.298	117.680	81.790	47.134	43.455

Chỉ tiêu	
Giá trị tới hạn	852.108
Hiện giá của giá trị tới hạn	306.154
Tổng hiện giá FCFF	431.356
Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	159.818
Nợ vay	121.777
Giá trị VCSH	775.551
Lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	21,3
Giá CP (VND/CP)	36.300

PHỤ LỤC: THÔNG TIN TÀI CHÍNH

KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC



Ngày	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Báo cáo công ty	3/1/2013	28.500
		MUA

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Cổ đông chính	% năm giữ	Cổ đông chính	%
PV Gas South	57,5%		
IEV Group	13,0%		
IEV Energy	4,3%		

KẾT QUẢ KINH DOANH

Tỷ VND	2011A	2012F	2013F
Doanh thu	731,819	808,509	1,000,774
Giá vốn hàng bán	455,538	631,758	789,519
Lợi nhuận gộp	276,281	176,751	211,255
EBITDA	82,459	106,364	112,614
EBIT	252,969	153,245	171,183
Doanh thu tài chính	15,956	22,406	16,922
Chi phí tài chính	28,515	23,606	22,016
Lợi nhuận trước thuế	226,905	129,789	149,517
Lợi nhuận ròng	203,449	116,810	134,566
EPS	10,016	5,477	6,309

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Tỷ VND	2011A	2012F	2013F
Tài sản ngắn hạn	396.382	310.820	429.843
Tiền và tương đương tiền	179.294	93.871	168.261
Đầu tư tài chính ngắn hạn	62.550	30.100	30.100
Các khoản phải thu	136.600	168.439	208.495
Hàng tồn kho	10.006	16.793	20.986
Tài sản dài hạn	308.892	306.129	260.225
Tài sản cố định	292.344	229.582	183.677
Đầu tư tài chính dài hạn	-	60.000	60.000
Tổng tài sản	705.274	616.950	690.068
Nợ ngắn hạn	207.355	157.518	185.251
Nợ vay ngắn hạn	61.947	40.893	40.893
Các khoản phải trả	133.942	108.540	134.351
Nợ dài hạn	110.155	79.981	79.114
Nợ vay dài hạn	110.079	79.905	79.038
Vốn điều lệ	203.120	213.276	213.276
Tổng vốn chủ sở hữu	387.764	379.451	425.703
Tổng nguồn vốn	705.274	616.950	690.068

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Tỷ VND	2011A	2012F	2013F
Dòng tiền hoạt động	305,139	162,079	230,280
Khấu hao & hao mòn	82,459	106,364	112,614
Thay đổi vốn lưu động	19,232	(61,095)	(16,900)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(271,047)	(71,151)	(66,710)
Đầu tư mua sắm TSCĐ	(198,286)	(43,601)	(66,710)
Hoạt động đầu tư khác	(72,762)	(27,550)	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	52,487	(176,350)	(89,181)
Thay đổi trong nợ	103,349	(51,227)	(867)
Cổ tức đã trả	(149,999)	(186,141)	(119,852)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	86,579	(85,422)	74,389

CÁC TỶ SỐ

%	2011A	2012F	2013F
Biên EBITDA	11,3%	13,2%	11,3%
Biên hoạt động	31,6%	16,4%	15,2%
Biên lợi nhuận gộp	27,8%	14,4%	13,4%
ROAA	28,8%	18,9%	19,5%
ROAE	52,5%	30,8%	31,6%
Tăng trưởng doanh thu thuần	156,4%	10,5%	23,8%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	93,2%	-42,6%	15,2%
Tăng trưởng doanh thu/ cổ phần	57,8%	5,2%	23,8%
Tăng trưởng EPS	19%	-45%	15%
Tăng trưởng tổng tài sản	96%	-13%	12%
Bao phủ lãi vay (x)	9,7	6,5	7,9
Nợ/ tổng tài sản (x)	24,4%	19,6%	17,4%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (x)	44,4%	31,8%	28,2%
Doanh thu thuần/Tổng TS (x)	103,8%	131,0%	145,0%
Capex/Doanh thu thuần	23,7%	5,4%	6,7%
EPS cơ bản (VND)	10,016	5,477	6,309
BVPS (VND)	19.090	17.792	19.960

XÁC NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Nguyễn Lê Ngọc Khoa**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh TP.HCM

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP.HCM

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999