

## Cổ tức tiền mặt đảm bảo mức lợi nhuận ổn định cho nhà đầu tư

**Neutral**

**Giá mục tiêu** VND 27,200  
**Giá hiện tại** VND 27,600

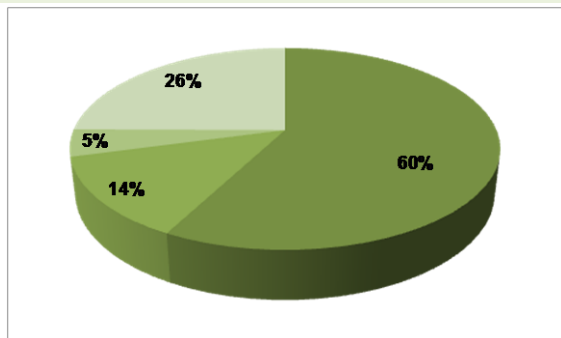
**Phạm Nhật Bích**  
(+84-8) 5413-5479  
[bichpham@phs.vn](mailto:bichpham@phs.vn)

### Sơ lược công ty

Mã CP	CNG
Vốn điều lệ (tỉ đồng)	213
CP đang lưu hành (triệu)	21.3
Vốn hóa (tỉ đồng)	546
Biên độ 52 tuần (đồng)	22,000 – 36,200
KLGD trung bình 3 tháng ('000)	225.2
Beta	0.75
Sở hữu nước ngoài	25.9%
Ngày niêm yết đầu tiên	23/11/2011

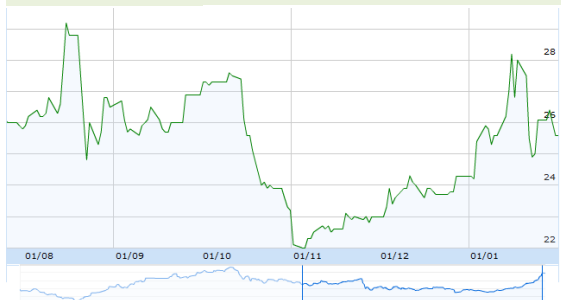
### Cổ đông lớn

Petro Vietnam Southern Gas	60%
IEV Group Sdn. Bhd	14%
IEV Energy Sdn. Bhd	5%



### Biên độ giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	+3.7	+2.5	+7.6
Phần trăm (%)	+16.9	+10.8	+42.2



### Kết quả lợi nhuận không tốt bằng kết quả doanh thu năm

**2012:** CNG kết thúc năm tài chính 2012 với doanh thu 801 tỉ đồng, tăng 9.5% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng bất ngờ giảm 41.8% xuống 118 tỉ đồng. Biên lợi nhuận ròng Q4/2012 giảm xuống 14% so với 22% của nửa đầu 2012 do giá gas đầu vào tăng 35%. Nhà cung cấp gas tự nhiên độc quyền – PVGas D (PGD), đã quyết định tăng giá bán cho CNG từ 6.2 lên 8.4 USD/MMBTU. Do mức cạnh tranh trên thị trường, CNG không có nhiều thuận lợi để chuyển hết mức tăng chi phí sang khách hàng nên chỉ tăng giá bán sản phẩm lên 9% sau khi giá đầu vào tăng vọt. Hiện tại, tình hình tăng trưởng doanh thu của công ty chỉ có thể dựa vào lượng khách hàng mới đã ký hợp đồng với CNG trong quý vừa rồi.

### Giá nguyên liệu đầu vào lần át kỳ vọng doanh thu:

Chi phí khí gas đầu vào của PGD tăng lên 10.5 USD/MMBTU từ giữa quý 2/2012. Theo dữ liệu lịch sử, PGD thường chuyển toàn bộ chi phí giá tăng lên khách hàng. Do đó chúng tôi dự báo lần này PGD sẽ phải tăng giá bán gas lên 25% cho CNG từ 8.4 lên ít nhất là 10.5 USD/MMBTU. Khác với PGD, CNG chỉ có thể chuyển một phần chi phí giá tăng lên khách hàng do công ty đang trong quá trình xây dựng, phát triển mạng lưới và nâng cao uy tín. Do đó, biên lợi nhuận của công ty sẽ giảm 2% xuống khoảng 21%. Một điều tích cực là CNG đã ký được 4 hợp đồng mới trong Q4 vừa rồi. Hợp đồng mới được ước tính sẽ giúp tăng tổng sản lượng của công ty trong năm sau lên khoảng 57.8 triệu m<sup>3</sup>, tăng 10% so với cùng kỳ, và nâng doanh thu và LNST lên tương ứng 920 và 126 tỉ đồng, tăng 15% và 7%.

### Lượng tiền mặt lớn mang đến cổ tức ổn định:

Hiện nay, hầu hết các dự án của công ty đang tạm dừng do tình trạng thiếu khí gas. Tình hình này nhiều khả năng sẽ khó có thể cải thiện trong tương lai gần. Tận dụng tốt nguồn tiền mặt này sẽ là một vấn đề quan trọng đối với CNG. Chúng tôi dự báo công ty sẽ dùng tiền mặt để trả một phần nợ và trả cổ tức. Khi tỉ lệ nợ giảm từ 21% xuống 15%, chi phí lãi suất sẽ giảm theo. Dựa trên dữ liệu lịch sử, CNG trả cổ tức cao cho nhà đầu tư với tỉ lệ 45% năm FY2010, 60% năm FY2011 và 35% năm FY2012. Chúng tôi dự đoán CNG sẽ giữ mức cổ tức khoảng 35-40% năm FY2013 tương đương với mức lợi suất cổ tức khoảng 12.5%-14%.

### Đánh giá:

Chúng tôi sử dụng nhiều phương pháp đánh giá gồm DDM (tỉ trọng 50%), P/E (tỉ trọng 30%) và P/B (tỉ trọng 20%) để đưa ra mức giá mục tiêu là 27,200 đồng. Chúng tôi định giá ngành kinh doanh cốt lõi theo phương pháp P/E và P/B trung bình 5 năm (3.7x P/E và 1.5x P/B). Do CNG trả cổ tức cao và ổn định, chúng tôi cũng định giá CNG theo phương pháp DDM với mức giả định là lãi suất phi rủi ro 9.75%, beta 0.75x và 16% lợi suất kì vọng. Kết quả giá mục tiêu ở mức thấp hơn giá thị trường hiện tại khoảng 3%. Do đó chúng tôi xếp hạng "NEUTRAL" cho CNG.

(tỉ đồng)	2010	2011	2012	KH 2012	2013E	2014E
Doanh thu thuần	285	732	801	870	936	983
% biên LN gộp	46%	38%	23%		21%	20%
% biên LN vận hành	37%	32%	17%		16%	15%
LNTT	106	227	132		144	143
LNST	105	203	118	120	129	128
% YoY	761%	93%	-42%		9%	-1%
EPS (TTM)	8,425	10,016	5,548		6,046	5,989
BVPS	18,654	19,090	17,863		20,909	23,897
P/E	3.3	2.8	5.0		4.6	4.6
P/B	1.5	1.4	1.5		1.3	1.2

Nguồn: CNG và PHS dự báo

## Sơ lược công ty

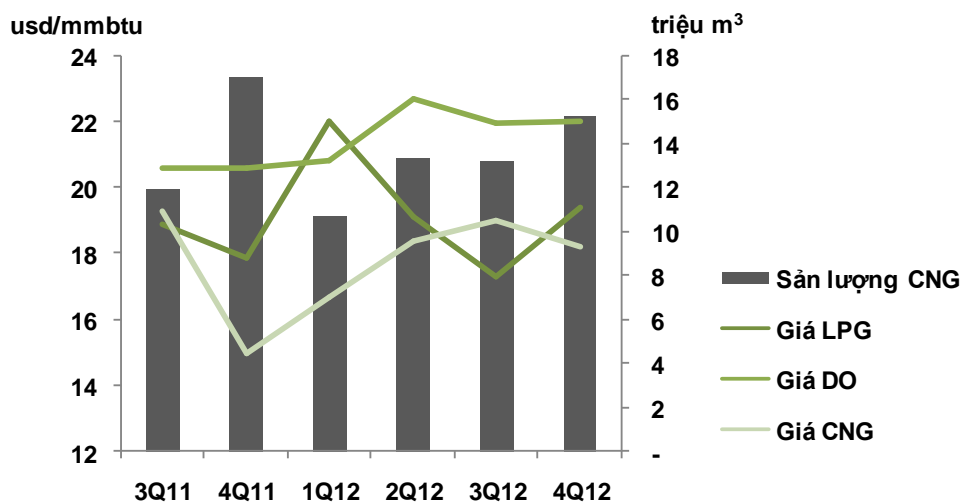
CNG Việt Nam là công ty con của CTCP Khí hóa lỏng miền nam (PGS). CNG là một trong hai nhà sản xuất khí nén thiên nhiên CNG duy nhất cung cấp cho toàn thị trường. Doanh nghiệp cũng chịu ảnh hưởng về nguồn cung và giá khí gas đầu vào, yếu tố này tác động đến lợi nhuận công ty.

Khí nén thiên nhiên (CNG) là nhiên liệu đốt sạch và an toàn, ít gây ô nhiễm hơn so với xăng, dầu, diesel hay LPG. Giá bán của CNG cũng thấp hơn 10-20% so với dầu hỏa và LPG. Sản phẩm CNG có thể được vận chuyển bằng xe tải trong một phạm vi 100km từ trạm nén, cho phép khách hàng sử dụng khí thiên nhiên khi không sử dụng được khí vận chuyển bằng đường ống.



## Lịch sử công ty

- CTCP CNG Việt Nam được thành lập vào ngày 28/05/2007.
- Nhà máy CNG đầu tiên đặt tại khu công nghiệp Phú Mỹ I đi vào hoạt động trong năm 2008.
- Ngày 23/11/2011, cổ phiếu CNG được niêm yết trên sàn chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh.



## Chỉ số tài chính (tỉ đồng)

Doanh thu	2010	2011	2012	2013E	Tỉ lệ hàng năm	2010	2011	2012	2013E
Doanh thu ròng	285	732	801	936	<b>Tỉ lệ tăng trưởng</b>				
Giá vốn hàng bán	154	456	616	740	Tỉ lệ tăng doanh thu	277%	156%	9%	17%
Lợi nhuận gộp	131	276	185	197	Tỉ lệ tăng lợi nhuận gộp	424%	110%	-33%	6%
Chi phí vận hành	21	33	47	55	Tỉ lệ tăng lợi nhuận ròng	761%	93%	-42%	9%
Doanh thu tài chính	4	16	21	24	Tỉ lệ tăng tổng tài sản	107%	96%	-12%	12%
Chi phí tài chính	8	29	23	19	Tỉ lệ tăng vốn	218%	66%	-2%	17%
Lãi vay	7	26	23	19	<b>Tỉ lệ lợi nhuận</b>				
Lợi nhuận vận hành	106	231	136	147	Biên lợi nhuận gộp	46%	38%	23%	21%
Lợi nhuận từ CT liên kết	-	-	-	-	Biên LN trước thuế	37%	31%	17%	15%
Lợi nhuận trước thuế	106	227	132	144	Lợi nhuận ròng biên	37%	28%	15%	14%
Lợi nhuận ròng	105	203	118	129	ROE	29%	29%	19%	19%
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	ROA	45%	52%	31%	29%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>360</b>	<b>705</b>	<b>623</b>	<b>695</b>	<b>Phân tích DuPont</b>				
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>183</b>	<b>396</b>	<b>316</b>	<b>482</b>	Lợi nhuận ròng biên (1)	37%	28%	15%	14%
Tiền và tương đương	93	179	85	211	Vòng quay tài sản (2)	79%	104%	129%	135%
Khoản phải thu	79	137	152	178	Cấp số vốn (3)	154%	182%	164%	156%
Tồn kho	5	10	22	26	ROE = (1)x(2)x(3)	45%	52%	31%	29%
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>177</b>	<b>309</b>	<b>307</b>	<b>213</b>	<b>Tỉ lệ điều hành</b>				
Tài sản cố định	177	292	225	128	Số ngày thu	100.67	68.13	69.30	69.30
Đầu tư dài hạn	-	-	60	60	Số ngày tồn kho	11.39	8.02	12.74	13.00
<b>Nguồn Vốn</b>	<b>360</b>	<b>705</b>	<b>623</b>	<b>695</b>	Số ngày trả	48.56	51.41	41.40	50.00
<b>Nợ</b>	<b>126</b>	<b>318</b>	<b>242</b>	<b>249</b>	Vòng luân chuyển TS dài hạn	1.61	2.37	2.61	4.39
Nợ ngắn hạn	87	207	165	194	Vòng luân chuyển TS cố định	1.62	2.50	3.56	7.34
Nợ dài hạn	40	110	77	55	<b>Tỉ lệ thanh toán</b>				
<b>Vốn CSH</b>	<b>233</b>	<b>388</b>	<b>381</b>	<b>446</b>	Tỉ lệ thanh toán hiện hành	2.11	1.91	1.91	2.48
Vốn điều lệ	125	203	213	213	Tỉ lệ thanh toán nhanh	2.05	1.86	1.78	2.34
Lợi nhuận giữ lại	106	159	92	92	Tỉ lệ thanh toán tiền mặt	1.07	0.86	0.52	1.09
<b>Dòng tiền</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>Cơ cấu vốn</b>				
<b>Dòng tiền vận hành thuần</b>	<b>79</b>	<b>250</b>	<b>180</b>	<b>254</b>	Tổng nợ/tổng vốn	0.54	0.82	0.64	0.56
Lợi nhuận trước thuế	105	203	118	129	Tổng nợ/tổng tài sản	0.35	0.45	0.39	0.36
<b>Dòng tiền đầu tư thuần</b>	<b>20</b>	<b>82</b>	<b>120</b>	<b>144</b>	Tổng tài sản/Vốn CSH	1.54	1.82	1.64	1.56
<b>Dòng tiền tài chính thuần</b>	<b>(72)</b>	<b>(253)</b>	<b>(83)</b>	<b>(56)</b>	<b>Chỉ số theo cp</b>				
Dòng tiền thuần	49	90	(192)	(72)	PE	3.38	2.85	5.14	4.71
Tiền đầu kỳ	57	87	(94)	126	PBV	1.53	1.49	1.60	1.36
					PS	1.25	0.79	0.76	0.65
					EPS (VND/cp)	8,425	10,016	5,548	6,046
					Tiền mặt/cp	10,056	14,076	11,188	12,817
					Giá trị sổ sách	18,654	19,090	17,863	20,909

Nguồn: CNG và PHS dự báo

## Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**Tăng tỷ trọng** = giá mục tiêu cao hơn giá hiện tại trên 10%.

**Trung lập** = giá mục tiêu giao động trong khoảng +10% hoặc -10% so với giá hiện tại.

**Giảm tỷ trọng** = giá mục tiêu thấp hơn giá hiện tại trên 10%.

Kết quả được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trừ trách nhiệm

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công Ty Chứng Khoán Phú Hưng (PHS)

Tầng 5, Tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh., Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh City, Việt nam

**Phone:** (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472

**Website:** [www.phs.vn](http://www.phs.vn)