

Lợi nhuận vẫn biến động trong ngắn hạn - triển vọng dài hạn đầy hứa hẹn

Overweight

Giá mục tiêu VND 36,000
Giá hiện tại VND 31,200

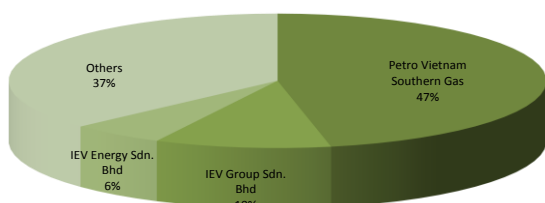
Phạm Nhật Bích
(+84-8) 5413-5479
bichpham@phs.vn

Sơ lược công ty

Mã CP	CNG
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	24.7
CP đang lưu hành (triệu)	24.7
Vốn hóa (tỷ đồng)	741
Biên độ 52 tuần (đồng)	22,000 – 36,200
KLGD trung bình 3 tháng	36.3
Beta	0.75
Sở hữu nước ngoài	25.9%
Ngày niêm yết đầu tiên	23/11/2011

Cổ đông lớn

Petro Vietnam Southern Gas	47%
IEV Group Sdn. Bhd	10%
IEV Energy Sdn. Bhd	6%



Biên độ giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-1.9	+1.7	+7.6
Phần trăm (%)	-5.8	+5.8	+32.6



• **Kết quả lợi nhuận 9T2013:** Kết thúc chín tháng năm 2013, CNG công bố báo cáo tài chính với tổng doanh thu đạt 709 tỷ đồng, tăng vượt trội 25% so với năm ngoái. Tuy nhiên, sự gia tăng của giá khí đầu vào (bao gồm khí nén tự nhiên và khí hóa lỏng) và chi phí hoạt động làm ảnh hưởng tiêu cực biên lợi nhuận hoạt động khiến chỉ số này trung bình 9T2013 rơi xuống mức 15%, giảm 4 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm 2012. Để nâng cao thị phần của công ty và thúc đẩy tăng trưởng doanh thu dưới sự cạnh tranh của các nhiên liệu thay thế khác, giá bán của các sản phẩm khí không thể phản ánh đầy đủ sự gia tăng của chi phí. Do đó, lợi nhuận ròng đã giảm 1,3% và ghi nhận ở mức 94.6 tỷ đồng, đây cũng là kết quả do CNG tạm thời hy sinh tăng trưởng lợi nhuận của mình để đánh đổi lợi thế cạnh tranh.

• **Điều chỉnh dự báo 2013:** Do kết quả hoạt động kinh doanh 9T đầu năm thấp hơn so với dự báo chúng tôi nên PHS xem xét lại lợi nhuận ước tính năm 2013. Giả định về mức tăng giá khí đầu vào không thay đổi nhưng các chi phí hoạt động đều được điều chỉnh. Cụ thể, chi phí khấu hao và chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp trong 9T2013 đều tăng cao hơn so với ước tính của chúng tôi. Giả định trước đây của chúng tôi cho thấy chi phí khấu hao không thay đổi so với mức trung bình quá khứ, nhưng do CNG áp dụng phương pháp khấu hao nhanh trong vòng 3 năm đã làm cho chi phí này tăng đáng kể so với năm ngoái. Bên cạnh đó, tỷ lệ trung bình của chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/doanh thu trong 9T2013 đã tăng 2 điểm phần trăm, cao hơn mức giả định 5% của chúng tôi, cũng là góp phần khiến lợi nhuận hoạt động của CNG sụt giảm. Dựa trên những yếu tố trên, PHS hạ triển vọng về lợi nhuận hoạt động của CNG năm 2013 7% từ mức 142 tỷ xuống 132 tỷ đồng. Chúng tôi cũng giảm ước tính lợi nhuận sau thuế xuống còn 122 tỷ đồng do sự suy giảm trong thu nhập lãi tiền gửi. Như vậy, EPS cả năm 2013 được điều chỉnh xuống mức 4,930 đồng (không bao gồm việc phát hành thêm cổ phiếu mới vào cuối năm 2013) @ 5.3x P/E.

• **Kì vọng lợi nhuận cải thiện từ năm 2015:** Mặc dù chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2013 nhưng chúng tôi tin rằng thu nhập CNG hoàn toàn có khả năng phục hồi trở lại. Nhờ những ưu điểm như không nguy hại môi trường và giá thành thấp hơn so với các nhiên liệu thay thế khác, Chính Phủ Việt Nam đã và đang thúc đẩy việc sử dụng khí nén tự nhiên trong phân khúc dịch vụ và khu công nghiệp. Do vậy không có gì nghi ngờ vào nhu cầu khí nén tự nhiên trong nước sẽ tiếp tục tăng trưởng trong tương lai. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu CNG sẽ tăng 20% kể từ năm 2015 trở đi, cao hơn so với mức CARG 13%. Bên cạnh đó, dựa trên sự kì vọng khí nén tự nhiên sẽ phổ biến hơn và mức độ nhạy cảm về biến động giá của khách hàng thấp hơn nhờ điều kiện kinh tế cải thiện, lợi nhuận CNG sẽ tăng trưởng đáng kể. Do đó, lợi nhuận dự kiến sẽ tăng lên sau khi điều chỉnh giảm năm 2012 & 2013. Vì lợi nhuận 2013 dự báo sụt giảm nên giá cổ phiếu CNG không hấp dẫn các nhà đầu tư trong thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, với triển vọng cải thiện thu nhập kể từ năm 2015 và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong trung và dài hạn, chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại sẽ là một cơ hội tốt để đầu tư.

• **Đánh giá:** Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho CNG từ 27,200 đồng lên 36,000 dựa trên EPS FY2013e 4,930 đồng tương ứng 8.0x P/E, mức P/E này cao hơn so mức trung bình lịch sử 7.1x dựa trên kì vọng tốc độ tăng trưởng EPS của công ty có thể sẽ tăng tốc do lợi nhuận hồi phục từ phân khúc kinh doanh khí nén thiên nhiên. Thêm vào đó, công ty có lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt cao cho các cổ đông với tỷ lệ cổ tức trung bình 35%, tương đương với 12% lợi suất cổ tức. Do đó, chúng tôi nâng xếp hạng của CNG từ Neutral lên Overweight với 27.4% tiềm năng lợi nhuận (bao gồm cả cổ tức) so với mức giá hiện tại.

(tỷ đồng)	1Q13	2Q13	3Q13	9M13	KH 2013	2013E
Doanh thu thuần	198	250	261	709	886	936
% biến LN gộp	23%	22%	21%	22%		21%
% biến LN vận hành	17%	16%	12%	15%		14%
LNTT	32	43	31	106		136
LNST	29	38	28	95	119	122
% YoY	5%	-11%	8%	-1.3%		3%
EPS (TTM)	5,818	5,592	5,693	5,693		4,930
BVPS	17,682	17,600	18,923	18,923		21,653
P/E	5.4	5.6	5.5	5.5		6.3
P/B	1.8	1.8	1.6	1.6		1.4

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.

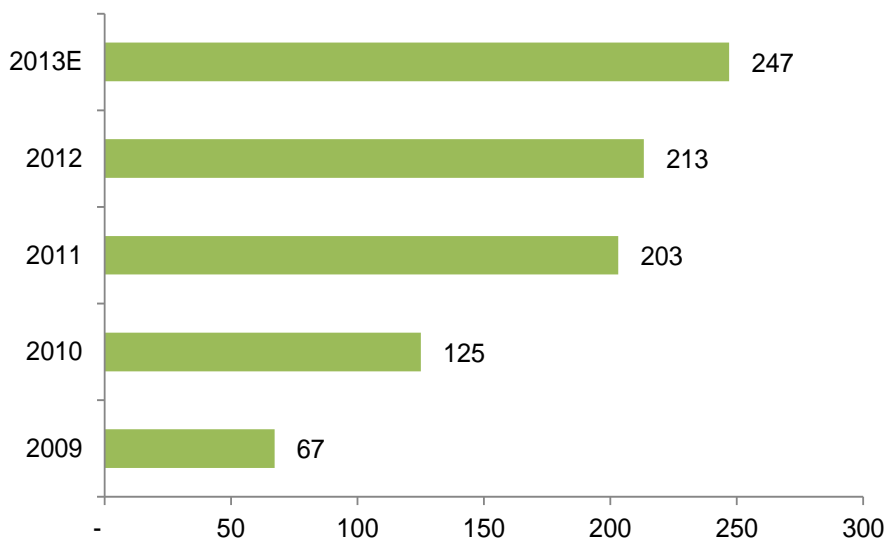
Khí nén thiên nhiên (CNG) là nhiên liệu đốt sạch và an toàn, ít gây ô nhiễm hơn so với xăng, dầu, diesel hay LPG. Giá bán của CNG cũng thấp hơn 10-20% so với dầu hỏa và LPG. Sản phẩm CNG có thể được vận chuyển bằng xe tải trong một phạm vi 100km từ trạm nén, cho phép khách hàng sử dụng khí thiên nhiên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

Quá trình tăng vốn điều lệ (tỷ đồng)



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	Tỉ lệ tăng trưởng				
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	65	Tỉ lệ tăng lợi nhuận ròng	761%	93%	-42%	3%
Doanh thu tài chính	4	16	21	20	Tỉ lệ tăng tổng tài sản	107%	96%	-12%	12%
Chi phí tài chính	8	29	23	14	Tỉ lệ tăng vốn	218%	66%	-2%	21%
Lãi vay	7	26	23	14	Tỉ lệ lợi nhuận				
Lợi nhuận vận hành	106	231	136	137	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	136	Lợi nhuận ròng biên	37%	28%	15%	13%
Lợi nhuận ròng	105	203	118	122	ROA	29%	29%	19%	17%
Cân đối kế toán	2010	2011	2012	2013E	ROE	45%	52%	31%	26%
Tổng tài sản	360	705	623	698	Phân tích DuPont				
Tài sản ngắn hạn	183	396	316	485	Lợi nhuận ròng biên (1)	37%	28%	15%	13%
Tiền và tương đương	93	179	85	272	Vòng quay tài sản (2)	79%	104%	129%	134%
Khoản phải thu	79	137	152	178	Cấp số vốn (3)	154%	182%	164%	151%
Tồn kho	5	10	22	21	ROE = (1)x(2)x(3)	45%	52%	31%	26%
Tài sản dài hạn	177	309	307	213	Tỉ lệ điều hành				
Tài sản cố định	177	292	225	133	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	10.50
Nguồn Vốn	360	705	623	698	Số ngày trả	48.56	51.41	41.40	45.00
Nợ	126	318	242	237	Vòng luân chuyển TS dài hạn	1.61	2.37	2.61	4.39
Nợ ngắn hạn	87	207	165	189	Vòng luân chuyển TS cố định	1.62	2.50	3.56	7.02
Nợ dài hạn	40	110	77	47	Tỉ lệ thanh toán				
Vốn CSH	233	388	381	462	Tỉ lệ thanh toán hiện hành	2.11	1.91	1.91	2.57
Vốn điều lệ	125	203	213	247	Tỉ lệ thanh toán nhanh	2.05	1.86	1.78	2.45
Lợi nhuận giữ lại	106	159	92	121	Tỉ lệ thanh toán tiền mặt	1.07	0.86	0.52	1.44
Dòng tiền	2010	2011	2012	2013E	Cơ cấu vốn				
Dòng tiền vận hành thuần	79	250	180	270	Tổng nợ/tổng vốn	0.54	0.82	0.64	0.51
Lợi nhuận trước thuế	105	203	118	122	Tổng nợ/tổng tài sản	0.35	0.45	0.39	0.34
Khấu hao	20	82	120	148	Tổng tài sản/Vốn CSH	1.54	1.82	1.64	1.51
Dòng tiền đầu tư thuần	(72)	(253)	(83)	(13)	Chỉ số theo cp				
Dòng tiền tài chính thuần	49	90	(192)	(71)	PE	3.70	3.11	5.62	6.33
Dòng tiền thuần	57	87	(94)	186	PBV	1.67	1.63	1.75	1.44
Tiền đầu kỳ	36	93	179	85	PS	1.31	0.87	0.83	0.71
					EPS (VND/cp)	8,425	10,016	5,548	4,930
					Giá trị sổ sách	18,654	19,090	17,863	21,653

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 = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

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

Miễn trách

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, Việt Nam

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

Website: www.phs.vn | **E-mail:** info@phs.vn