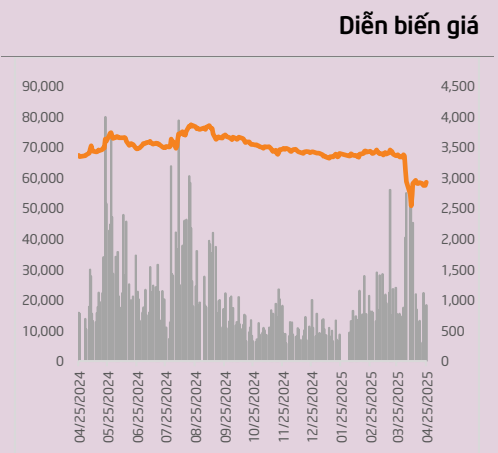


Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	69,963
Lợi nhuận kỳ vọng	+20.0%
Giá ngày 29/04/2025	58,400

Thông tin cổ phiếu	
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	77,350
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	50,800
Vốn hóa (Tỷ VND)	137,046
SLCP lưu hành (triệu CP)	2.3
KLGD BQ 3 tháng (triệu CP)	0.97
Freefloat	5.0%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	23,427
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	1.71%
Giới hạn room nước ngoài (%)	49.0%



Thông tin cơ bản về công ty

PVGAS có tiền thân là Công ty Khí đốt được thành lập vào năm 1990, là đơn vị thành viên thuộc Tập Đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam. PVGas chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực thu gom, vận chuyển, lưu trữ, chế biến, xuất nhập khẩu, kinh doanh khí và các sản phẩm khí. PVGas có đầy đủ hệ thống cơ sở hạ tầng khí và là doanh nghiệp chủ chốt trong lĩnh vực khí đốt. Hiện PVGas giữ vị thế số 1 về cung cấp LPG với hơn 70% thị phần trên thị trường.

Định giá về vùng hấp dẫn & tiềm năng tăng trưởng tích cực từ 2026

GAS là một trong những cổ phiếu blue-chip có sức khỏe tài chính lành mạnh hàng đầu trong nhóm VN30 với tỷ lệ nợ vay rất thấp trong khi tiền mặt và tiền gửi ngân hàng tương đương 40% tổng tài sản, 54% tổng VCSH. Ngoài ra, GAS cũng giữ một vai trò quan trọng và duy nhất trong ngành dầu khí nói chung và mảng LNG nói riêng. Với vị thế là một blue-chip trong VN30, GAS nhiều khả năng sẽ hưởng lợi trong làn sóng nâng hạng thị trường mới nổi sau khi hệ thống KRX chính thức đi vào vận hành.

Các điểm nhấn đầu tư cho 2025-2026:

- Biên lợi nhuận gộp có thể chịu sức ép nhẹ trong ngắn hạn do ảnh hưởng từ giá dầu giảm, tuy nhiên động lực tăng trưởng sẽ đến từ mảng khí khô, nhờ kỳ vọng sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân đều tăng trở lại từ năm 2025.
- Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 & 4 sẽ trở thành yếu tố thúc đẩy tăng trưởng doanh thu rõ nét, với nhu cầu khí đầu vào gia tăng từ 2025 và đóng góp tích cực hơn từ 2026 trở đi.
- Nguồn khí từ Lô B – Ô Môn dự kiến bù đắp phần sản lượng khí trong nước suy giảm, trong khi LNG sẽ trở thành trụ cột tăng trưởng dài hạn của GAS trong vòng 5 năm tới. Việc nhập khẩu LNG là cấp thiết, trong bối cảnh nhu cầu điện khí dự kiến tăng trưởng mạnh với CAGR khoảng 25–28%/năm. Ngoài ra, biên lợi nhuận mảng LNG có dư địa cải thiện, do hiện tại GAS mới chỉ nhập LNG theo giá giao ngay và chưa ký hợp đồng dài hạn-mở ra khả năng tối ưu chi phí và cải thiện biên lợi nhuận trong tương lai.

Định giá: Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của GAS là **69,963 đồng/cp, upside +20.0%** so với giá đóng cửa ngày 29/04/2025. GAS là cổ phiếu có thể xem xét đầu tư trong trung và dài hạn vì: (1) Tiềm năng tăng trưởng tích cực, đặc biệt từ năm 2026; (2) Sức khỏe tài chính lành mạnh và khả năng sẽ hưởng lợi trong làn sóng nâng hạng thị trường; (3) Định giá về vùng hấp dẫn; (4) Vị thế đặt biệt duy nhất trong mảng khí LNG.

Rủi ro ảnh hưởng đến định giá gồm (1) Thuế quan, suy thoái kinh tế toàn cầu và biến động tăng/giảm của giá dầu; (2) Cơ chế mua bán khí LNG vẫn chưa rõ ràng cho các năm tới; (3) La Nina trở lại có thể làm giảm nhu cầu điện khí; (4) Các nhà máy của khách hàng bảo dưỡng lâu hơn kỳ vọng; (5) Mô hình định giá của chúng tôi chưa phản ánh việc hoàn nhập khoản chi phí dự phòng 1,918 tỷ đồng đối với các nhà máy nhiệt điện, GAS có thể ghi nhận hoàn nhập khoản chi phí này khi Bộ Công thương chính thức phê duyệt khung giá phân phối khí LNG cho các nhà máy nhiệt điện.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	tỷ VND	89,954	103,564	92,788	104,992
Lợi nhuận gộp	tỷ VND	16,925	17,654	15,594	19,018
Lợi nhuận HĐTC	tỷ VND	2,440	2,068	2,545	2,752
CPBH và QLDN	tỷ VND	4,019	5,612	3,580	4,476
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	11,793	10,590	10,909	13,201
Biên lãi gộp	%	18.82%	17.05%	16.81%	18.11%
Biên lãi ròng	%	13.11%	10.23%	11.76%	12.57%
ROE	%	18.65%	16.69%	16.30%	16.76%
ROA	%	13.84%	12.49%	12.62%	13.55%
EPS cơ bản	VND	5,053	4,439	4,572	5,533
BVPS	VND	27,887	25,718	30,290	35,823
P/E	x	13.4	13.2	12.8	10.6
P/B	x	2.4	2.3	1.9	1.6

Tổng quan doanh nghiệp & các mảng kinh doanh

Thông tin cơ bản

PV GAS có tiền thân là Công ty Khí đốt được thành lập vào năm 1990, là đơn vị thành viên chủ lực của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), giữ vị trí then chốt trong khâu trung và hạ nguồn của chuỗi giá trị ngành dầu khí.

Doanh nghiệp chiếm gần 100% thị phần vận chuyển và phân phối khí khô qua đường ống, đóng vai trò chủ lực trong cung ứng khí cho các nhà máy điện, đạm và công nghiệp. Hoạt động chính bao gồm thu gom, vận chuyển, xử lý, lưu trữ, chế biến, xuất nhập khẩu và phân phối, kinh doanh khí tự nhiên, khí hóa lỏng (LPG), condensate và LNG.

Công ty sở hữu đầy đủ hệ thống cơ sở hạ tầng khí, đang vận hành các hệ thống hạ tầng khí lớn nhất cả nước như Nam Côn Sơn, PM3 – Cà Mau và Bạch Hổ.

Các mảng kinh doanh chính

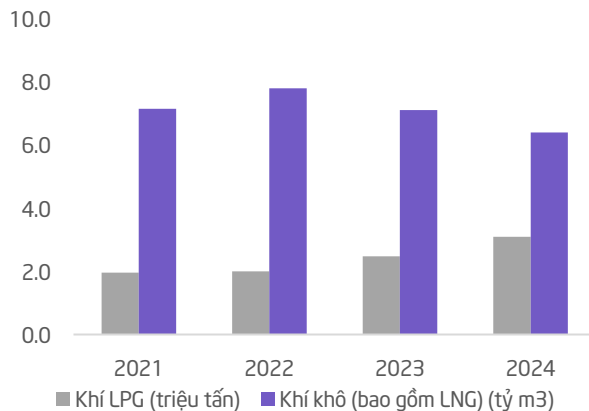
Mảng khí dầu mỏ hóa lỏng (LPG)

Về mảng bán buôn, PV GAS chiếm 80% thị phần miền Nam, 60% thị phần miền Bắc và 70% thị phần miền Trung. Về mảng bán lẻ, PV GAS khoảng 9% thị phần bán lẻ LPG cả nước. Sản lượng LPG tăng khá tốt và ổn định qua các năm với tỷ lệ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2021-2024 là 16.5%/năm chủ yếu nhờ sản lượng xuất khẩu tăng từ 182 nghìn tấn năm 2021 lên 1.5 triệu tấn năm 2024. Ngược lại, sản lượng kinh doanh trong nước đi ngang trong 3 năm qua ở mức 1.6 triệu tấn.

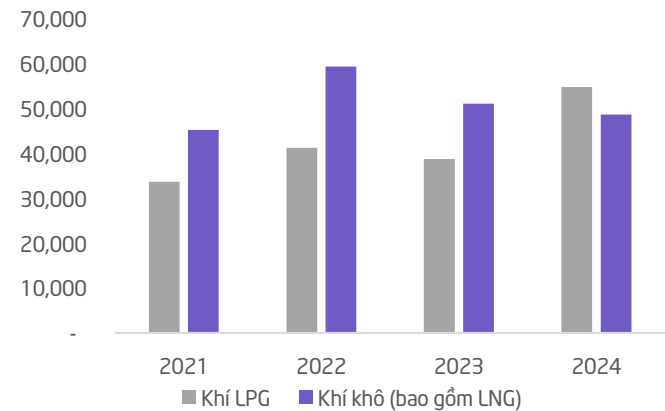
Mảng khí khô

Các nhà máy điện là khách hàng tiêu thụ chính, chiếm tới khoảng 66% tổng sản lượng khí khô. Các nhà máy sản xuất phân đạm chiếm khoảng 18% và khách hàng công nghiệp (tiêu thụ khí thấp áp, CNG) chiếm khoảng 16% sản lượng khí khô.

Sản lượng khí kinh doanh



Doanh thu khí (tỷ đồng)



Nguồn: GAS, TPS Research

Mảng mới - khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG)

PV GAS là đơn vị đầu tiên của Việt Nam được Bộ Công Thương cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện thương nhân xuất khẩu, nhập khẩu LNG và hiện nay là đơn vị duy nhất tại Việt Nam đang cung cấp sản phẩm LNG ra thị trường. LNG là khí thiên nhiên hóa lỏng ở -1,620C được vận chuyển đến Việt Nam bằng các tàu LNG chuyên dụng. Sau khi được nhập khẩu về Việt Nam, LNG được phân phối đến các khách hàng tiêu thụ theo 2 phương thức:

- **Đường ống:** LNG được tái hóa khí và bơm vào đường ống để cung cấp cho khách hàng tiêu thụ là các nhà máy điện khí bắt đầu cấp từ giữa tháng 4/2024 (bắt đầu cấp khí cho các nhà máy Phú Mỹ 2.2 công suất 720MW, Phú Mỹ 3 công suất 720MW, Nhơn Trạch 3 công suất 750MW, từ cuối năm 2024; Nhơn Trạch 4 công suất 750MW, dự kiến bắt đầu hoạt động và cấp khí trong năm 2025); một phần lượng khí tái hóa từ LNG cung cấp đến khách hàng công nghiệp qua hệ thống phân phối khí thấp áp đường ống của PV GAS D (bắt đầu cấp cho khách hàng từ tháng 7/2023); dự kiến cấp cho khách hàng Đạm Phú Mỹ trong tương lai.
- **Bằng các phương tiện vận tải khác:** LNG được xuất ra các tank chứa và vận chuyển bằng các phương tiện đường bộ (xe bồn, tàu hỏa,...) hoặc đường thủy,... đến khách hàng xa hệ thống đường ống, bồn chứa tại các kho vệ tinh để tái hóa khí và cung cấp cho khách hàng tiêu thụ (là các khách hàng công nghiệp). PV GAS/PV GAS CNG đã vận chuyển thành công LNG bằng tàu hỏa từ miền Nam ra miền Bắc và bắt đầu cấp LNG liên tục cho khách hàng công nghiệp tại miền Bắc từ đầu tháng 9/2024.

Chuyến tàu LNG đầu tiên với khối lượng 85 triệu m3 đã được PV GAS nhập khẩu thành công về Việt Nam vào tháng 7/2023. Trong năm 2024, PV GAS đã nhập khẩu tổng cộng gần 400 triệu m3 LNG (5 chuyến tàu).

Cập nhật KQKD 2024: Doanh thu tăng nhưng lợi nhuận giảm do khoản chi phí dự phòng lớn

GAS ghi nhận KQKD Q4/2024 với doanh thu đạt 24,961 tỷ đồng (+10.4% yoy) và LNST 2,052 tỷ đồng (-26.1% yoy). Lũy kế cả năm 2024, GAS đạt mức doanh thu 103,604 tỷ đồng (+15.1% yoy) và LNST là 10,590 tỷ đồng (-10.2% yoy). Năm 2024 doanh thu GAS duy trì tăng trưởng 15.1% yoy nhờ giá bán khí LPG tăng 6% yoy và sản lượng LPG thương phẩm tăng 27% yoy, bù đắp lại sự sụt giảm sản lượng khí khô thương phẩm (-11% yoy).

Biên lợi nhuận gộp 2024 đạt mức 17.0%, thấp hơn cùng kỳ 2023 (18.8%) do giá đầu giảm và sản lượng khí khô bán cho các nhà máy nhiệt điện, với biên lợi nhuận tốt hơn, suy giảm trong bối cảnh EVN tăng huy động thủy điện do thời tiết thuận lợi. Lợi nhuận cả năm giảm còn do doanh thu tài chính giảm 23.6% yoy trong khi chi phí tài chính tăng 12.5% yoy. Ngoài ra, chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng mạnh 116.8% yoy lên 3,197 tỷ đồng, chủ yếu do khoản chi phí dự phòng trị giá 1,918 tỷ đồng liên quan đến khoản nợ xấu của POW, PGV và các nhà máy điện BOT Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3. Khoản phải thu này bị quá hạn do (1) chưa hoàn tất hồ sơ/chứng từ với EVN và khó khăn tài chính của EVN; (2) tranh chấp về biểu phí vận chuyển với nhà máy điện Nhơn Trạch 1 & 2.

Sức khỏe tài chính lành mạnh hàng đầu trong nhóm VN30

Điểm tích cực là về cơ cấu nguồn vốn, tổng nợ vay của GAS cuối Q4/2024 đã giảm xuống 3,225 tỷ đồng (-45.1% yoy; -9.4% qoq), tỷ lệ Nợ vay/VCSH giảm xuống mức 0.05x lần. Về tài sản, tiền mặt và tiền gửi ngân hàng của GAS cuối 2024 là hơn 33 nghìn tỷ đồng, tương đương 40% tổng tài sản, 54% tổng VCSH. Theo đó, GAS tiếp tục là một trong những cổ phiếu blue-chip có sức khỏe tài chính lành mạnh nhất thị trường. Ngoài ra, với vị thế là một blue-chip trong

VN30 với thanh khoản trung bình 3 tháng khoảng 1 triệu cổ phiếu/phần, chúng tôi đánh giá cổ phiếu GAS nhiều khả năng sẽ hưởng lợi trong làn sóng nâng hạng thị trường mới nổi sau khi hệ thống KRX chính thức đi vào vận hành.

Các điểm nhấn đầu tư cho GAS giai đoạn 2025-2026

Biên lợi nhuận gộp 2025-2026 chịu ảnh hưởng giảm do giá dầu nhưng động lực nằm ở mảng khí khô

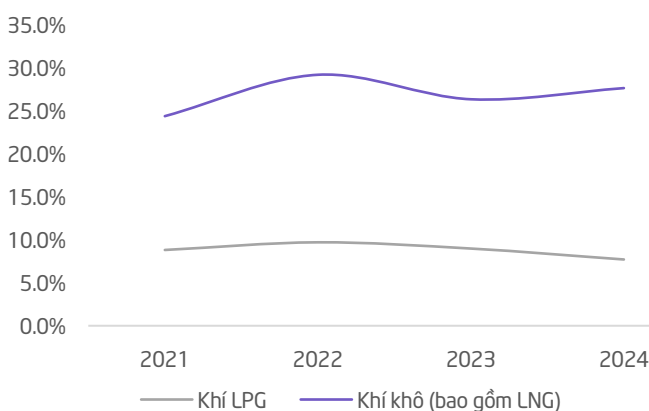
Biên lợi nhuận gộp mảng khí LPG giảm từ 2022 đến nay do 1) giá bán LPG của GAS cũng tính và khá sát theo giá dầu trong khi giá dầu giảm; 2) trong cơ chế giá mua khí từ các mỏ, một phần khá lớn tỷ trọng là tính theo giá cố định như Nam Côn Sơn (80% giá cố định, 20% thả nổi), Cửu Long (giá cố định), Hàm Rồng Thái Bình (giá cố định), ngoài ra mức giá cố định cũng được tăng giá 2%/năm.

- Giá đầu vào cố định: Giá khí khô đầu vào (triệu btu) = Giá miêng khí + 2% tăng giá mỗi năm
- Giá đầu vào thả nổi: Giá khí khô đầu vào (triệu btu) = Max (46% giá FO, giá miêng khí)
- Giá bán lẻ khí LPG trong nước = Giá LPG nhập khẩu + chi phí (quản lý, khấu hao, lệ phí) + VAT + phí phân phối

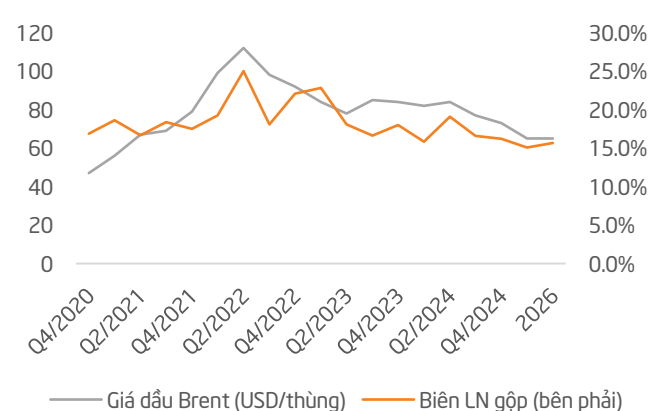
Tuy nhiên, biên lợi nhuận mảng khí khô lại tích cực hơn, cũng giảm từ sau 2022 nhưng tích cực hơn, biên lãi gộp 2024 cải thiện lên mức 27.6% (cùng kỳ 26.3%) nhờ giá khí bán cho các nhà máy điện trong cơ chế bao tiêu ToP (Take or pay) được cố định và tăng giá 2% mỗi năm. **Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng năm 2025-2026 nhiệt điện khí sẽ được tăng huy động trở lại** nhờ 1) ảnh hưởng của La Nina đã giảm so với 2024 khi trạng thái thời tiết đã chuyển sang pha trung tính; 2) kế hoạch của Bộ Công Thương/Công ty TNHH MTV Vận hành hệ thống điện và thị trường điện quốc gia (NSMO) về việc tăng mức huy động của các nhà máy điện khí thêm 22%-30% YoY vào năm 2025. Theo đó, mảng khí khô của GAS sẽ tích cực hơn nhờ sản lượng bán cho các nhà máy điện khí tăng và giá bán cố định ở đây cũng tăng 2% YoY, đây cũng là nhóm khách hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu sản lượng, khoảng 66% tổng sản lượng khí khô, khoảng 30% tổng doanh thu GAS.

- Giá khí khô đầu ra trong ToP cho các nhà máy điện: cố định, tăng giá 2%/năm
- Giá khí khô đầu ra ngoài ToP cho các nhà máy điện và nhà máy phân bón (triệu btu) = Max (46% giá FO, giá miêng khí) + Chi phí vận chuyển khí
- Giá khí khô đầu ra cho các KCN (triệu btu) = Max (80-100% giá FO, giá miêng khí) + Chi phí vận chuyển khí

Biên LN gộp các mảng của GAS



Biên lợi nhuận GAS



Khách hàng nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 là câu chuyện tăng trưởng từ 2025 và sẽ rõ nét từ 2026

Hiện tại, GAS đã hoàn thành hạ tầng cho việc phân phối LNG sau khi đưa vào vận hành kho cảng LNG Thị Vải giai đoạn 1 cuối năm 2023, GAS cũng đang có kế hoạch mở rộng kho cảng lên 3 triệu tấn m3 khí/năm và kỳ vọng hoàn thành trong năm 2026. Với năng lực đã chuẩn bị sẵn sàng hiện tại, chúng tôi kỳ vọng Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 3&4 đi vào vận hành từ Q3/2025 sẽ là động lực tăng trưởng đầu ra cho GAS. Ngày 5/2/2025, nhà máy Nhơn Trạch 3 hòa lưới điện thành công trong giai đoạn chạy thử, dự kiến Nhơn Trạch 3 sẽ vận hành thương mại vào tháng 7/2025 còn Nhơn Trạch 4 sẽ vận hành trong tháng 10/2025.

Theo hợp đồng cung cấp khí LNG dài hạn 25 năm giữa GAS và POW, sản lượng khí cung cấp cho Nhơn Trạch 3&4 sẽ vào khoảng 1.4-1.6 tỷ m3/năm, tương đương khoảng 23% sản lượng thương phẩm khí khô và LNG của GAS năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng và giả định Nhơn Trạch 3&4 sẽ chạy 20% công suất cuối 2025 và 75% công suất cuối 2026 do 1) tổng nhu cầu điện ước tính tăng 12% để đáp ứng tăng trưởng kinh tế 8%; 2) việc thương lượng song phương Mỹ - Việt Nam có thể xúc tiến tiến độ nhập khẩu LNG; 3) giá khí tự nhiên và giá dầu đang giảm tạo điều kiện thuận lợi cho việc nhập khẩu; 4) quan điểm Chính phủ xuyên suốt về việc thúc đẩy Nhơn Trạch 3&4 đi vào vận hành sớm.



Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4, tháng 3/2025. Nguồn: Báo Lao động

Lô B sẽ bù đắp sản lượng khí trong nước suy giảm và khí LNG sẽ là động lực tăng trưởng cho 5 năm tới

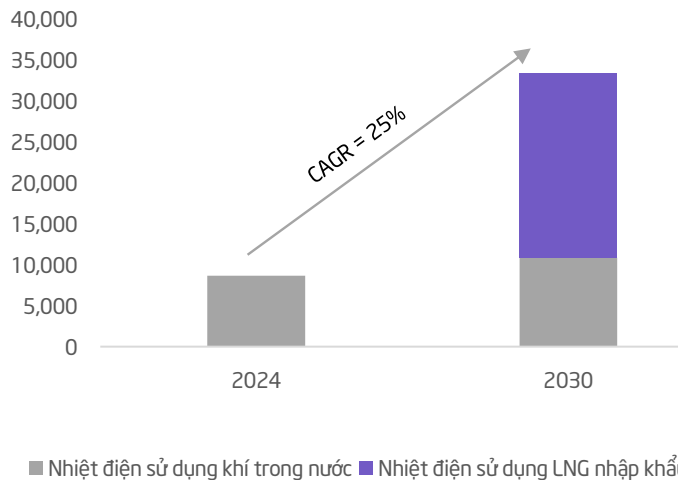
Nguồn cung khí nội địa suy giảm nhanh chóng tuy nhiên **dự án Lô B – Ô Môn** khi đi vào hoạt động sẽ bù đắp phần **thiếu hụt khí trong nước hiện nay**. Dự án Lô B – Ô Môn, với trữ lượng 107 tỷ m3 khí và dự kiến vận hành trong năm 2026, cung cấp 5-6 tỷ m3 khí/năm. Cuối tháng 9/2024, Lô B – Ô Môn đã chính thức khởi công và tiến độ tổng thể các gói thầu EPCI#1 và EPCI#2 đang khá tích cực, kỳ vọng dự án có thể vận hành đúng thời hạn. PV GAS tham gia góp vốn 51% tại dự án đường ống khí Lô B, dự kiến khi dự án đi vào hoạt động trong năm 2026, sản lượng khí của

GAS dự báo tăng ít nhất 20%/năm và hỗ trợ cải thiện doanh thu của công ty trong dài hạn, kỳ vọng có thể cung ứng 3.5 tỷ m³/năm từ 2029. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý là theo Quy hoạch Điện VIII điều chỉnh ngày 15/4/2025, chính phủ đặt kế hoạch công suất cho nhiệt điện khí trong nước vào 2030 là từ 10,861 - 14,930 MW, biên độ kế hoạch cho mảng này khá rộng cho thấy sự chưa chắc chắn về nguồn cung khí mà Lô B dự kiến sẽ mang lại.

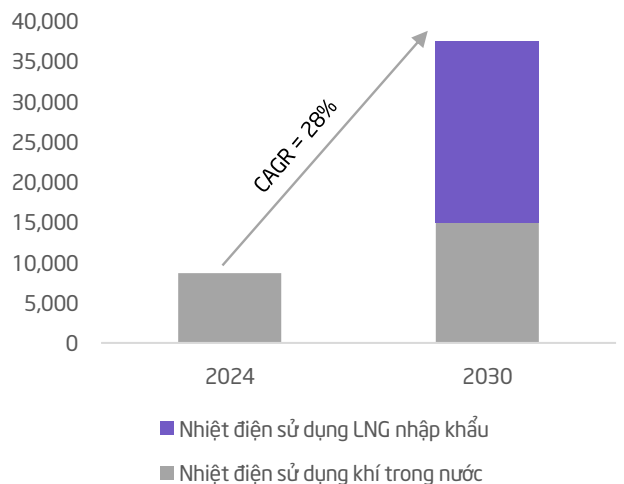
Do đó, nhập khẩu LNG là phương án cấp thiết hiện nay để (1) bảo đảm an ninh năng lượng và cũng là theo xu hướng năng lượng sạch và ổn định của thế giới; (2) đối với câu chuyện thỏa thuận Việt Nam – Mỹ về thuế đối ứng, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ sớm tăng cường mua LNG sẽ phần nào làm giảm thặng dư thương mại của Việt Nam với Mỹ, ngoài ra, ngày 31/3/2025, Chính phủ cũng đã ban hành Nghị định số 73/2025/NĐ-CP sửa đổi mức thuế suất thuế nhập khẩu ưu đãi đối với mặt hàng khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) giảm từ 5% xuống 2% cho thấy quyết tâm của Chính phủ đối với việc thúc đẩy việc nhập khẩu LNG. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ còn có thêm các chính sách mới để ưu đãi, hỗ trợ, khuyến khích cho các công ty kinh doanh LNG và sử dụng LNG vào sản xuất.

Trong đó, nhiệt điện khí vẫn là yếu tố đảm bảo tăng trưởng đầu ra. Ngày 15/4/2025, Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Điều chỉnh Quy hoạch điện VIII, đến 2030, tổng công suất cho nhiệt điện khí trong nước đạt 10,861 – 14,930 MW (chiếm tỷ lệ 5.9 – 6.3%); Nhiệt điện LNG 22,524 MW (chiếm tỷ lệ 9.5 – 12.3%). Theo đó, tổng công suất điện khí lắp đặt sẽ tăng trưởng trung bình (CAGR) 25-28%/năm. Đây sẽ là động lực tăng trưởng cho GAS do chúng tôi nhấn mạnh GAS là đơn vị đầu tiên của Việt Nam được Bộ Công Thương cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện thương nhân xuất khẩu, nhập khẩu LNG và hiện nay là đơn vị duy nhất tại Việt Nam đang cung cấp sản phẩm LNG ra thị trường.

Tổng công suất lắp đặt 2030 (kịch bản thấp)



Tổng công suất lắp đặt 2030 (kịch bản cao)



Đơn vị: MW. Nguồn: EVN, Quy hoạch Điện VIII (sửa đổi), TPS Research

Ngoài ra, biên lợi nhuận mảng LNG còn kỳ vọng sẽ cải thiện trong tương lai: Do nguồn khí LNG chỉ mới được GAS bắt đầu nhập khẩu từ 2023 nên chưa có đóng góp nhiều vào doanh thu và GAS vẫn chỉ đang ở giai đoạn “thử nghiệm” cho LNG nên **GAS hiện chỉ đang mua LNG với giá giao ngay và chưa ký bất kỳ hợp đồng mua bán LNG dài hạn nào.** Trong tương lai khi mảng LNG bắt đầu ổn định, chúng tôi cho rằng GAS sẽ nhập khẩu thông qua các hợp đồng dài hạn với mức giá và biên lợi nhuận tốt hơn.

Dự phóng KQKD 2025F-2026F, khoản chi phí dự phòng 2025 tạo nền thấp cho tăng trưởng

	2023	2024	2025F	2026F	Ghi chú
Doanh thu	89,954	103,564	92,788	104,992	
% yoy	-10.7%	15.1%	-10.4%	13.2%	
Sản lượng					
• Khí LPG (triệu tấn)	2.5	3.1	3.3	3.5	Do giá khí gas giảm trong khi giá điện tăng nên chúng tôi kỳ vọng nhu cầu dùng LPG sẽ tăng lên thay cho điện trong sản xuất và sinh hoạt
• Khí khô (bao gồm LNG) (tỷ m3)	7.1	6.4	7.3	9.1	Giả định huy động nhiệt điện khí sẽ cải thiện so với 2024 do thời tiết chuyển từ La Nina sang trung tính và dự án Nhơn Trạch 3&4 sẽ chạy 20% công suất cuối 2025 và 75% công suất cuối 2026
Giá vốn hàng bán	(73,029)	(85,910)	(77,194)	(85,974)	
Lợi nhuận gộp	16,925	17,654	15,594	19,018	
<i>Biên LN gộp</i>	18.8%	17.0%	16.8%	18.1%	Biên lợi nhuận gộp giảm trong 2025, nhất là trong Q2/2025 do giá dầu thế giới giảm đột ngột nhưng chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ ổn định lại trong các quý còn lại của 2025 và cải thiện lên trong 2026 do giá bán khí cho nhiệt điện tiếp tục tăng.
Giá dầu Brent (USD/thùng)	83	80	68	65	Dự báo trung bình tham khảo của các tổ chức tài chính lớn trên thế giới HSBC, JP Morgan, EIA
Chi phí bán hàng	(2,544)	(2,415)	(2,164)	(2,449)	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1,475)	(3,197)	(1,416)	(2,028)	Năm 2024, chi phí quản lý doanh nghiệp của GAS tăng mạnh do khoản chi phí dự phòng trị giá 1,918 tỷ đồng liên quan đến khoản nợ xấu của POW, PGV và các nhà máy điện BOT Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3. Chúng tôi kỳ vọng sẽ không có các khoản dự phòng đột biến như thế này trong 2 năm tới do nhiều khả năng là EVN sẽ tăng giá điện
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (EBIT)	12,906	12,042	12,013	14,542	
Thu nhập từ hoạt động tài chính	2,273	1,737	1,782	2,016	
Chi phí tài chính	-587	-660	-273	-130	Chi phí lãi vay của GAS sẽ giảm mạnh trong 2 năm tới do GAS đã trả gần hết nợ vay nhờ dòng tiền CFO mạnh và việc xây dựng kho Thị Vải giai đoạn 1 đã hoàn tất
Lợi nhuận trước thuế (EBT)	14,640	13,172	13,575	16,428	
Lợi nhuận sau thuế (EAT)	11,793	10,590	10,909	13,201	
% yoy	-21.7%	-10.2%	3.0%	21.0%	
Lợi nhuận ròng dành cho cổ đông phổ thông	11,606	10,398	10,711	12,962	
EPS	5,053	4,439	4,572	5,533	

Nguồn: GAS, TPS Research

Định giá

Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá GAS bao gồm so sánh P/E, P/B và FCFF. Chúng tôi không sử dụng chiết khấu FCFE do chúng tôi nhận thấy GAS đang ở cuối chu kỳ trả nợ nên tỷ lệ nợ vay đã giảm liên tiếp các năm qua, theo đó mà phương pháp định giá bằng dòng tiền FCFE sẽ không phù hợp cho GAS trong giai đoạn sắp tới.

Định giá DCF

Các giả định cơ bản cho DCF bao gồm chi phí WACC (11.43%) và tốc độ tăng trưởng bền vững (2.0%).

Dòng tiền cho DCF	2023	2024	2025F	2026F
Lợi nhuận ròng	11,793	10,590	10,909	13,201
Chi phí lãi vay sau thuế	274	256	106	50
Lợi nhuận trước khi trừ lãi vay, sau thuế	12,067	10,846	11,015	13,252
(+) Khấu hao	3,027	2,728	2,819	2,881
(-) Thay đổi Vốn lưu động (Working capital)	(1,310)	4,461	(192)	615
(-) Chi tiêu vốn (Capex)	1,841	1,925	1,764	843
Dòng tiền tự do đối với công ty (FCFF)	14,562	7,188	12,262	14,675
Giá trị Doanh nghiệp và Giá cổ phần ước tính (tỷ đồng)				
Giá trị Doanh nghiệp ước tính				133,647
(+) Tiền và Khoản đầu tư ngắn hạn				33,062
(-) Tổng nợ				3,225
(-) Lợi ích của cổ đông thiểu số				0
Giá trị vốn cổ phần				163,485
Tổng số cổ phần				2,342,672,919
Giá trị cổ phiếu ước tính (VNĐ)				69,785

Định giá bằng P/E và P/B

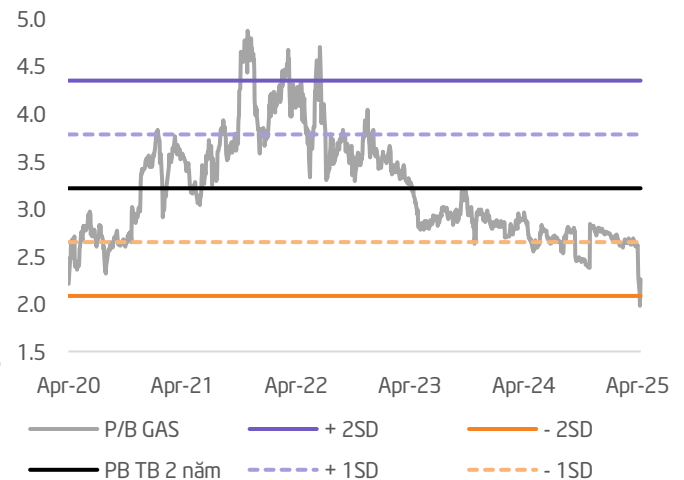
Đối với 2 phương pháp P/E và P/B, chúng tôi sẽ so sánh với lịch sử giao dịch của GAS để thể hiện vị thế của công ty và sử dụng P/E và P/B mục tiêu là mức TB 5 năm -1SD với quan điểm thận trọng, lần lượt là 13.1x và 2.65x lần.

Phương pháp P/E	Giá trị	Phương pháp P/B	Giá trị
EPS	4,572	Book value	30,290
P/E trung bình	17.2x	P/B trung bình	3.2x
P/E mục tiêu	13.1x	P/B mục tiêu	2.65x
Giá mục tiêu	59,895	Giá mục tiêu	80,268

P/E GAS



P/B GAS



Nguồn: FiinGroup, TPS Research

Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá trị (VND/CP)	Tỷ trọng	Đóng góp (VND/CP)
DCF	69,785	40%	27,914
P/E	59,895	30%	17,968
P/B	80,268	30%	24,080
Giá mục tiêu		100%	69,963
SLCP lưu hành (triệu)			2,342,672,919
Giá thị trường (29/04/2025)			58,400
Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng			20.01%

Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp DCF, P/E và P/B để đưa ra giá mục tiêu của GAS là 69,963 đồng/cp, upside +20.0% so với giá đóng cửa ngày 29/04/2025. Tại mức giá mục tiêu này, mức P/E dự phóng cho 2025F và 2026F lần lượt là 12.8x và 10.6x lần, đều thấp hơn mức TB 5 năm -1 SD của GAS, cho thấy mức kỳ vọng là vẫn hợp lý. Cổ phiếu đã giảm 3 năm qua sau khi tăng lên mức đỉnh giai đoạn cuối 2021 - đầu 2022.

Đợt giảm giá chung với thị trường gần đây đã đưa định giá P/E về mức 13.0x, tương đương TB 5 năm -1 độ lệch chuẩn (SD), P/B hiện tại 2.3x, tương đương mức TB 5 năm -2SD, theo chúng tôi là đã phản ánh nhiều về rủi ro 1) giá dầu giảm làm giảm biên lợi nhuận; 2) sản lượng điện khí suy giảm trong gần 2 năm qua; 3) lợi nhuận 1H2025 có thể bị ảnh hưởng giảm do giá dầu giảm đột ngột gần đây khi Mỹ công bố mức quan thuế lớn lên các nước.

Theo quan điểm của chúng tôi, GAS là cổ phiếu có thể xem xét đầu tư trong trung và dài hạn vì: 1) Tiềm năng tăng trưởng tích cực, đặc biệt từ năm 2026; (2) Sức khỏe tài chính lành mạnh và khả năng sẽ hưởng lợi trong làn sóng nâng hạng thị trường; (3) Định giá về vùng hấp dẫn; (4) Vị thế GAS là đơn vị đầu tiên của Việt Nam được Bộ Công Thương cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện thương nhân xuất khẩu, nhập khẩu LNG và hiện nay là đơn vị duy nhất tại Việt Nam đang cung cấp sản phẩm LNG ra thị trường.

Rủi ro ảnh hưởng đến định giá

Rủi ro giảm giá bao gồm:

- Biến động giá dầu giảm.
- Thuế quan và câu chuyện suy thoái kinh tế toàn cầu, bao gồm Việt Nam.
- Cơ chế mua bán giá khí LNG vẫn chưa rõ ràng và chính thức cho các năm tới.
- Chu kỳ thời tiết La Nina có thể diễn biến lâu hơn kỳ vọng.
- Các nhà máy của khách hàng của GAS có thể trì hoãn hoạt động để bảo dưỡng lâu hơn kỳ vọng.

Rủi ro tăng giá bao gồm:

- Mô hình định giá của chúng tôi chưa bao gồm việc hoàn nhập khoản chi phí dự phòng 1,918 tỷ đồng đối với các nhà máy nhiệt điện đã đề cập, chúng tôi lưu ý GAS có thể ghi nhận hoàn nhập khoản chi phí này khi Bộ Công Thương chính thức phê duyệt khung giá phân phối khí LNG cho các nhà máy nhiệt điện.
- Giá dầu tăng trở lại.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Đvt: Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	89,954	103,564	92,788	104,992
Giá vốn hàng bán	73,029	85,910	77,194	85,974
Lợi nhuận gộp	16,925	17,654	15,594	19,018
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	18.82%	17.05%	16.81%	18.11%
Lợi nhuận hoạt động tài chính	2,440	2,068	2,545	2,752
Chi phí bán hàng và QLDN	4,019	5,612	3,580	4,476
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	12,906	12,042	12,013	14,542
Lợi nhuận khác	47	54	54	0
Lợi nhuận trước thuế	14,640	13,172	13,575	16,428
Lợi nhuận sau thuế	11,793	10,590	10,909	13,201
LNST của cổ đông Công ty mẹ	11,606	10,398	10,711	12,962

Bảng cân đối kế toán	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	62,218	57,290	67,955	83,264
Tiền và tương đương tiền	5,669	5,568	10,417	11,908
Đầu tư tài chính ngắn hạn	35,085	27,494	32,993	46,190
Các khoản phải thu ngắn hạn	16,865	19,098	19,802	19,946
Hàng tồn kho	3,945	4,599	4,151	4,623
Tài sản ngắn hạn khác	654	531	592	597
Tài sản dài hạn	25,537	24,564	23,323	21,315
Phải thu dài hạn	318	531	429	432
Tài sản cố định	19,564	18,252	16,906	15,508
Đầu tư tài chính dài hạn	398	400	400	400
Tài sản dở dang dài hạn	1,781	1,718	2,009	1,369
Tài sản dài hạn khác	3,476	3,663	3,580	3,606
TỔNG TÀI SẢN	87,754	81,855	91,078	103,786
Nợ phải trả	22,456	20,284	18,796	18,542
Nợ ngắn hạn	14,972	14,575	15,012	15,068
Nợ dài hạn	7,484	5,708	3,784	3,474
Vốn chủ sở hữu	65,299	61,571	72,282	85,244
Vốn điều lệ	22,967	23,427	23,427	23,427
TỔNG NGUỒN VỐN	87,754	81,855	91,078	103,786

Lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	13,827	9,035	14,025	15,818
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	-11,249	7,468	-7,179	-14,066
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	-7,463	-16,612	-1,997	-260
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-4,885	-109	4,849	1,492
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	10,549	5,669	5,568	10,417
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	5,669	5,568	10,417	11,908

Nguồn: GAS, TPS Research

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên TPS không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo.

Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. TPS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của TPS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này.

TPS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. TPS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. TPS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TPS.

Trưởng bộ phận Phân tích cổ phiếu

Khổng Hữu Hiệp

028 7301 3839 (Ext 903)

hiepkh@tpbs.com.vn

Giám đốc Phân tích cổ phiếu & thị trường

Hà Thị Thu Hằng

028 7301 3839 (Ext 471)

hanghtt@tpbs.com.vn

Giám đốc Trung tâm phân tích

Ngô Thị Lệ Thanh

028 7301 3839 (Ext 121)

thanhnt@tpbs.com.vn

LIÊN HỆ

PHÒNG PHÂN TÍCH - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TIỀN PHONG (TPS)



028 7301 3839



tt.pt@tpbs.com.vn



<https://www.tpbs.com.vn/>