

# Tổng CT Khí Việt Nam (GAS)

**MUA +25,0%**

| Ngành                                                 | Tiền ích            |
|-------------------------------------------------------|---------------------|
| <b>Ngày báo cáo</b>                                   | <b>12/11/2025</b>   |
| Giá hiện tại                                          | 62.900 VND          |
| <b>Giá mục tiêu</b>                                   | <b>76.100 VND</b>   |
| Giá mục tiêu gần nhất**                               | 76.100 VND          |
| TL tăng                                               | +21,0%              |
| Lợi suất cổ tức                                       | 4,0%                |
| <b>Tổng mức sinh lời</b>                              | <b>+25,0%</b>       |
| <i>**điều chỉnh cho cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 3%</i> |                     |
| GT vốn hóa                                            | 147,8 nghìn tỷ đồng |
| Room KN                                               | 71,3 nghìn tỷ đồng  |
| GTGD/ngày (30n)                                       | 50,2 tỷ đồng        |
| Cổ phần Nhà nước                                      | 96%                 |
| SL cổ phiếu lưu hành                                  | 2,3 tỷ              |
| Pha loãng                                             | 2,3 tỷ              |

|             | GAS   | Peers* | VNI   |
|-------------|-------|--------|-------|
| P/E (trượt) | 12,9x | 13,6x  | 15,5x |
| P/B         | 2,3x  | 2,3x   | 1,9x  |
| ROA         | 12,8% | 9,8%   | 2,0%  |
| ROE         | 18,1% | 17,5%  | 13,6% |

\*Các CT cùng ngành trong khu vực

## Tổng quan Công ty

GAS là công ty độc quyền ngành khí Việt Nam, cung cấp khí đầu vào cho 100% nhà máy điện khí, 70% nhà máy sản xuất urê và 100% KCN trong nước. Công ty cũng có thị phần 70% trong lĩnh vực bán buôn LPG và có kế hoạch cung cấp khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) trong năm 2023.

## Diễn biến giá cổ phiếu



**Đỗ Công Anh Tuấn**  
Chuyên viên

**Đinh Thị Thủy Dương**  
Phó Giám đốc

| (tỷ đồng)             | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu             | 103.564 | 120.404 | 119.766 | 130.062 |
| % YoY                 | 15,1%   | 16,3%   | -0,5%   | 8,6%    |
| LNST sau lợi ích CĐTS | 10.398  | 12.313  | 12.972  | 15.240  |
| % YoY                 | -10,4%  | 18,4%   | 5,3%    | 17,5%   |
| EPS                   | -10,4%  | 18,4%   | 5,3%    | 17,5%   |
| Biên LN gộp           | 17,0%   | 13,7%   | 16,1%   | 17,7%   |
| Biên LN ròng          | 10,0%   | 10,2%   | 10,8%   | 11,7%   |
| ROE                   | 16,7%   | 19,3%   | 18,5%   | 20,2%   |
| Nợ vay ròng/CSH       | -49,5%  | -49,9%  | -39,4%  | -20,8%  |
| Giá CP/DTHĐ           | 17,4x   | 13,4x   | 9,8x    | 8,9x    |
| P/E                   | 14,9x   | 12,6x   | 11,9x   | 10,2x   |
| P/B                   | 2,5x    | 2,3x    | 2,1x    | 1,9x    |
| EV/EBITDA             | 8,4x    | 7,4x    | 7,2x    | 5,9x    |

## Sản lượng hồi phục thúc đẩy LNST cốt lõi năm 2026

- Chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho Tổng Công ty Khí Việt Nam (GAS) ở mức 76.100 đồng/cổ phiếu, nhưng nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA, do giá cổ phiếu đã giảm 8% trong 3 tháng qua.
- Giá mục tiêu không đổi của chúng tôi tương ứng với (1) mức định giá theo bội số P/E cao hơn 1,6%, do sử dụng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 thay vì trung bình trong giai đoạn 2025–26 như trước đó, bù đắp cho (2) định giá chiết khấu dòng tiền giảm 0,7% (do tổng LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng giai đoạn 2025–29 giảm 2,8%).
- Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–29 của chúng tôi giảm (lần lượt thay đổi +0,9%/-0,3%/-5,2%/-6,7%/-0,8% trong năm 2025/26/27/28/29) chủ yếu do sản lượng khí thương phẩm giai đoạn này giảm 4% (sản lượng LNG giảm 11% khi sản lượng khí nội địa năm 2026 cao hơn dự kiến, sản lượng thủy điện có thể tăng, và giá LNG cao hơn kỳ vọng trong giai đoạn 2027–2029, có thể khiến nhu cầu LNG giảm). Những yếu tố này ảnh hưởng nhiều hơn so với tác động tích cực từ giả định giá dầu nhiên liệu trung bình giai đoạn 2025–29 tăng 1% và lợi nhuận gộp mảng LPG tăng 9% nhờ hoạt động kinh doanh của LPG mạnh hơn.
- Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 đạt 13 nghìn tỷ đồng (+5% YoY), được dẫn dắt bởi LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi tăng 18% YoY (LNST của Thị Vải tăng gấp 6 lần YoY nhờ sản lượng LNG tăng 45% YoY và sản lượng khí nội địa tăng 7% YoY). Những yếu tố tích cực này bù đắp cho việc không ghi nhận hoàn nhập dự phòng và giá dầu nhiên liệu giảm 9% YoY.
- Định giá của GAS hiện ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 11,9 lần, thấp hơn 29% so với P/E trung vị 5 năm, và PEG là 0,5, dựa trên CAGR EPS trong giai đoạn 2026–28 là 22% theo dự phóng của chúng tôi.
- Rủi ro:** Sản lượng khí bán ra thấp hơn dự kiến; cạnh tranh từ LNG Hải Linh.

**Phục hồi tiêu thụ điện trong năm 2026 hỗ trợ nhu cầu khí đốt:** Bộ Công Thương báo cáo tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện toàn quốc sơ bộ 11T 2025 là 4,5% YoY. Theo các chuyên gia trong ngành, Bộ Công Thương cũng kỳ vọng tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện sơ bộ đạt 6,4%-10,2% trong năm 2026. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ thúc đẩy sự phục hồi nhu cầu khí đốt.

**Chúng tôi tăng giả định giá dầu nhiên liệu trung bình giai đoạn 2025-2029 thêm 1%** bằng cách áp dụng các thay đổi dự báo của chúng tôi trong [Cập nhật Ngành Dầu khí - Tháng 9](#) (trang 11), chủ yếu là nâng dự phóng năm 2027. Chúng tôi cũng tăng dự báo LNG trung bình thêm khoảng 17%, lần lượt đạt 10,4/9,8/9,3 USD/triệu BTU cho dự báo các năm 2027/28/29.

**Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo bán LNG trong ngắn và trung hạn, mặc dù triển vọng dài hạn vẫn vững chắc.** Việc điều chỉnh chủ yếu phản ánh nhu cầu thấp hơn đối với các kho LNG Thị Vải và Sơn Mỹ do lợi thế cạnh tranh của LNG thấp hơn trong bối cảnh sản lượng khí nội địa năm 2026 cao hơn dự kiến (+7% YoY, điều chỉnh tăng 6%) và sản lượng thủy điện có khả năng cao hơn (nguồn điện rẻ nhất). Tuy nhiên, việc ban hành Nghị quyết 70 đánh dấu một sự thúc đẩy chính sách lớn cho điện khí LNG và đảm bảo nhu cầu LNG mạnh mẽ trong dài hạn.

**Nghị quyết 70 đảm bảo nhu cầu LNG trong dài hạn:** Dự thảo quy định nâng tỷ lệ sản lượng hợp đồng (Qc) dài hạn tối thiểu cho các nhà máy điện LNG lên 75% (từ mức 65%) sẽ đảm bảo sản lượng bán LNG cao hơn đáng kể. Bên cạnh đó, gần đây, nhiều dự án điện khí LNG - bao gồm Thái Bình LNG (Tokyo Gas-Trường Thành), Quảng Trạch 2 (EVN), Hải Phòng (VinEnergco), và Long An 1 (GS Energy-VinaCapital) - đã nhận được phê duyệt đầu tư và/hoặc đặt mục tiêu khởi công trong quý 4/2025/quý 1/2026 sau nhiều năm ghi nhận tiến độ triển khai hạn chế.

Triển vọng năm 2025: Hoàn nhập dự phòng bù đắp cho sản lượng khí thấp hơn so với cùng kỳ

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 2024    | Dự báo<br>2025 | YoY   | Dự báo<br>2025<br>mới/cũ | Giải thích:<br>(a) Tăng trưởng YoY<br>(b) Thay đổi đối với dự báo                                                                                                           |                                                                                                                      |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|----------------|-------|--------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Sản lượng khí thương phẩm</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |         |                |       |                          |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Sản lượng khí đầu ra (triệu m3)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 6.658   | 6.438          | -3%   | 0%                       | Chúng tôi ước tính 9T 2025 đạt 4,7 tỷ m3 (-4% YoY, đạt 74% so với dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi).                                                                 |                                                                                                                      |
| Trong nước                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 6.258   | 5.723          | -9%   | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| LNG & khác                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 400     | 715            | 79%   | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Sản lượng khí tiêu thụ (triệu m3)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 6.658   | 6.438          | -3%   | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Nhà máy điện                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 4.469   | 4.219          | -6%   | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Công ty sản xuất phân bón                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 1.180   | 1.145          | -3%   | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| KCN                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 1.009   | 1.075          | 6%    | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Sản lượng bán LPG (nghìn tấn)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 3.080   | 4.340          | 41%   | 36%                      |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| LPG nội bộ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 409     | 436            | 7%    | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| LPG thương mại                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2.671   | 3.904          | 46%   | 42%                      |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| (b) Theo doanh thu quý 3 và 9T cao đáng kể, tương ứng sản lượng thương mại cao.                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |         |                |       |                          |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| <b>Giá khí đầu ra (USD/triệu BTU)</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |         |                |       |                          |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Giá dầu Brent (USD/thùng)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 80      | 65             | -19%  | 0%                       | (b) Do chúng tôi nâng dự phóng sản lượng LPG thương mại. 9T 2025 đạt 91,5 nghìn tỷ đồng (+16% YoY, đạt 88% so với dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi).                 |                                                                                                                      |
| Giá FO (USD/tấn) - Chuẩn tham chiếu cho giá khí đầu ra                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 465     | 430            | -8%   | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Giá LNG nhập khẩu (USD/triệu BTU)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 11,0    | 12,8           | 16%   | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Giá LPG (USD/triệu BTU)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 720     | 570            | -21%  | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Giá khí đầu ra – Nhà máy điện (*)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 9,7     | 11,1           | 14%   | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Giá khí đầu ra – CT sản xuất phân bón (*)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 6,7     | 6,7            | 1%    | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Giá khí đầu ra - KCN (*)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 14,2    | 11,9           | -16%  | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| <b>Kết quả lợi nhuận (tỷ đồng)</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |         |                |       |                          |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Doanh thu                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 103.564 | 120.404        | 16%   | 16%                      |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| A. Kinh doanh khí tự nhiên                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 47.271  | 49.175         | 4%    | 0%                       |                                                                                                                                                                             | (b) Do doanh thu 9T 2025 đạt 50,1 nghìn tỷ đồng (+14% YoY, đạt 109% so với dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi). |
| 1. Kinh doanh khí tự nhiên & LNG                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 34.906  | 35.535         | 2%    | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| 1.1 Nhà máy điện                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 20.286  | 22.413         | 10%   | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| 1.2 CT sản xuất phân bón                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 1.857   | 1.835          | -1%   | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| 1.3 KCN                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 12.763  | 11.287         | -12%  | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| 2. Vận chuyển & khác                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 12.365  | 13.639         | 10%   | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| B. LPG                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 53.234  | 62.952         | 18%   | 37%                      |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| C. Vận chuyển khí (**)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 2.750   | 2.923          | 6%    | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| D. Khác                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 309     | 5.355          | 1633% | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Giá vốn hàng bán                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | -85.910 | -103.886       | 21%   | 19%                      |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Trong đó: Chi phí khấu hao                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | -2.863  | -2.796         | -2%   | 0%                       | Hoàn nhập dự phòng 9T 2025 đạt 1,6 nghìn tỷ đồng so với chi phí dự phòng 1,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2024.                                                                  |                                                                                                                      |
| Lợi nhuận gộp                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 17.654  | 16.518         | -6%   | 2%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | -5.612  | -2.460         | -56%  | 7%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Lợi nhuận từ HĐKD                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 12.042  | 14.058         | 17%   | 1%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Thu nhập tài chính                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 1.737   | 1.780          | 3%    | -3%                      |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| Chi phí tài chính                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | -660    | -486           | -26%  | 0%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| LNTT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 13.172  | 15.391         | 17%   | 1%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 10.398  | 12.313         | 18%   | 1%                       |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| (a) Hoàn nhập dự phòng bù đắp cho LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi thấp hơn so với cùng kỳ.                                                                                                                                                                                                                                                                                        |         |                |       |                          |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| (b) Do chúng tôi nâng dự phóng lợi nhuận gộp LPG. 9T 2025 đạt 10,1 nghìn tỷ đồng (+19% YoY, đạt 82% so với dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi).                                                                                                                                                                                                                            |         |                |       |                          |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |
| LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 11.907  | 11.006         | -8%   | 1%                       | (a) Do lợi nhuận gộp thấp hơn so với cùng kỳ khi (1) khí tự nhiên (giá dầu FO và khối lượng bán hàng thấp hơn so với cùng kỳ) và (2) LPG (giá LPG thấp hơn so với cùng kỳ). |                                                                                                                      |
| (b) Sản lượng LPG thương mại cao hơn của chúng tôi bù đắp cho biên lợi nhuận gộp LPG thấp hơn ở mức 5,4% (giảm 1,2 điểm % so với dự báo trước đây của chúng tôi do tỷ trọng đóng góp từ hoạt động thương mại có biên lợi nhuận thấp hơn so với sản lượng tự sản xuất cao hơn). 9T 2025 đạt 8,7 nghìn tỷ đồng (-7% YoY, đạt 80% so với dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi). |         |                |       |                          |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                      |

Nguồn: GAS, Vietcap (\* Bao gồm phí vận chuyển, 46% MFO cho phân bón; \*\* Biểu phí từ NCS1, PM3 và Lô B)

Triển vọng năm 2026: Sản lượng phục hồi mạnh, LNST kho cảng LNG Thị Vải tăng mạnh hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

|                                                        | Dự báo<br>2025 | Dự báo<br>2026 | YoY  | Dự báo<br>2026<br>mới/cũ | Giải thích:<br>(a) Tăng trưởng YoY<br>(b) Thay đổi đối với dự báo                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|--------------------------------------------------------|----------------|----------------|------|--------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Sản lượng khí thương phẩm</b>                       |                |                |      |                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Sản lượng khí đầu ra (triệu m3)                        | 6.438          | 7.149          | 11%  | 0%                       | (a) Được thúc đẩy bởi nhu cầu ước tính của chúng tôi từ các nhà máy điện. Điều này được hỗ trợ bởi dự kiến tăng trưởng tiêu thụ điện toàn quốc sơ bộ của Bộ Công Thương đạt 6,4%-10,2% trong năm 2026 (tăng từ mức ước tính 11T 2025 là 4,5%), theo các chuyên gia trong ngành.                                                                                                                                                                                                      |
| Trong nước                                             | 5.723          | 6.109          | 7%   | 6%                       | (a&b) Khả năng cung cấp khí nội địa cao hơn, theo các chuyên gia trong ngành.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| LNG & khác                                             | 715            | 1.040          | 45%  | -26%                     | (a) Chủ yếu do tiêu thụ từ NT 3&4.<br>(b) Do sản lượng khí nội địa cao hơn và thủy điện mạnh hơn dự kiến trong quý 3/2025, làm giảm lợi thế cạnh tranh của LNG.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Sản lượng khí tiêu thụ (triệu m3)                      | 6.438          | 7.149          | 11%  | 0%                       | (a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi nhu cầu cao hơn từ các nhà máy điện, cùng với tăng trưởng mức độ sử dụng trong công nghiệp.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Nhà máy điện                                           | 4.219          | 4.793          | 14%  | -1%                      | (a) Được thúc đẩy bởi kỳ vọng của chúng tôi về (1) vận hành cả năm của NT 3&4 (dự kiến vận hành thương mại từ cuối năm 2025), và (2) nhu cầu tiêu thụ điện cao hơn 7,5% YoY.                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Công ty sản xuất phân bón                              | 1.145          | 1.180          | 3%   | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| KCN                                                    | 1.075          | 1.176          | 9%   | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Sản lượng bán LPG (nghìn tấn)                          | 4.340          | 4.031          | -7%  | 34%                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| LPG nội bộ                                             | 436            | 457            | 5%   | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| LPG thương mại                                         | 3.904          | 3.574          | -8%  | 40%                      | (a) Kỳ vọng trở lại mức bình thường nhưng vẫn tăng 20% so với mức trung bình 2024-2025.<br>(b) Dựa theo sản lượng thương mại cao hơn dự kiến trong 9T 2025.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Giá khí đầu ra (USD/triệu BTU)</b>                  |                |                |      |                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Giá dầu Brent (USD/thùng)                              | 65             | 60             | -8%  | -8%                      | (b) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong báo cáo Cập nhật Ngành Dầu khí – Tháng 9.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Giá FO (USD/tấn) - Chuẩn tham chiếu cho giá khí đầu ra | 430            | 390            | -9%  | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Giá LNG nhập khẩu (USD/triệu BTU)                      | 12,8           | 11,2           | -12% | -1%                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Giá LPG (USD/triệu BTU)                                | 570            | 536            | -6%  | -6%                      | (b) Do giả định giá dầu Brent thấp hơn của chúng tôi.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Giá khí đầu ra – Nhà máy điện (*)                      | 11,1           | 11,5           | 3%   | -2%                      | (b) Do tỷ lệ đóng góp thấp hơn từ việc sử dụng LNG.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Giá khí đầu ra – CT sản xuất phân bón (*)              | 6,7            | 6,8            | 1%   | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Giá khí đầu ra - KCN (*)                               | 11,9           | 11,1           | -7%  | -5%                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Kết quả lợi nhuận (tỷ đồng)</b>                     |                |                |      |                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Doanh thu                                              | 120.404        | 119.766        | -1%  | 7%                       | (a) Giá dầu FO/LNG thấp hơn so với cùng kỳ và sản lượng LPG thương mại thấp hơn bù đắp cho doanh số khí tự nhiên tăng.<br>(b) Dự phóng doanh thu LPG cao hơn bù đắp cho doanh thu LNG thấp hơn.                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| A. Kinh doanh khí tự nhiên                             | 49.175         | 55.524         | 13%  | -7%                      | (b) Sản lượng bán LNG thấp hơn ảnh hưởng nhiều hơn so với dự phóng sản lượng khí nội địa cao hơn.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 1. Kinh doanh khí tự nhiên & LNG                       | 35.535         | 37.876         | 7%   | -11%                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 1.1 Nhà máy điện                                       | 22.413         | 24.277         | 8%   | -14%                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 1.2 CT sản xuất phân bón                               | 1.835          | 2.010          | 10%  | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 1.3 KCN                                                | 11.287         | 11.589         | 3%   | -6%                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 2. Vận chuyển & khác                                   | 13.639         | 17.648         | 29%  | 2%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| B. LPG                                                 | 62.952         | 56.014         | -11% | 27%                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| C. Vận chuyển khí (**)                                 | 2.923          | 2.856          | -2%  | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| D. Khác                                                | 5.355          | 5.372          | 0%   | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Giá vốn hàng bán                                       | -103.886       | -100.501       | -3%  | 8%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Trong đó: Chi phí khấu hao                             | -2.796         | -2.796         | 0%   | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Lợi nhuận gộp                                          | 16.518         | 19.264         | 17%  | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)                      | -2.460         | -4.784         | 94%  | 0%                       | (a) Chúng tôi dự báo không có khoản dự phòng bổ sung/hoàn nhập so với khoản hoàn nhập 1,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2025.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Lợi nhuận từ HĐKD                                      | 14.058         | 14.481         | 3%   | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Thu nhập tài chính                                     | 1.780          | 2.086          | 17%  | -4%                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Chi phí tài chính                                      | -486           | -391           | -20% | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| LNST                                                   | 15.391         | 16.214         | 5%   | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo                          | 12.313         | 12.972         | 5%   | 0%                       | (a) Tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi bù đắp cho việc không ghi nhận hoàn nhập dự phòng.<br>(b) Chúng tôi duy trì dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi của chúng tôi.                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi                          | 11.006         | 12.972         | 18%  | 0%                       | (a) Chủ yếu do dự phóng LNST Thị Vải tăng gấp 6 lần YoY lên 1 nghìn tỷ đồng (sản lượng bán hàng +45% YoY lên 1 tỷ m3) và sản lượng bán khí nội địa +7% YoY, bù đắp cho mức giảm 9% YoY trong giá đầu FO.<br>(b) Do chúng tôi duy trì dự phóng tổng sản lượng khí thương phẩm của chúng tôi (sản lượng nội địa cao hơn bù đắp cho doanh số LNG thấp hơn) đồng thời duy trì dự phóng lợi nhuận gộp LPG (sản lượng thương mại cao hơn bù đắp cho dự phóng biên lợi nhuận gộp thấp hơn). |

Nguồn: GAS, Vietcap (\* Bao gồm phí vận chuyển, 46% MFO cho phân bón; \*\* Biểu phí từ NCS1, PM3 và Lô B)

## Những thay đổi trong dự báo dài hạn

Chúng tôi điều chỉnh giảm 2,8% tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 (tương ứng +0,9%/-0,3%/-5,2%/-6,7%/-0,8% cho dự báo các năm 2025/26/27/28/29), chủ yếu do dự phóng tổng sản lượng khí thương phẩm thấp hơn 4% (khối lượng bán LNG thấp hơn 11% do sản lượng khí nội địa năm 2026 cao hơn dự kiến, sản lượng thủy điện tiềm năng cao hơn và giá LNG cao hơn dự kiến trong giai đoạn 2027-2029 gây áp lực lên nhu cầu LNG). Điều này ảnh hưởng nhiều hơn so với giả định giá dầu FO trung bình giai đoạn 2025-2029 cao hơn 1% và lợi nhuận gộp LPG tăng 9% nhờ sản lượng LPG thương mại cao hơn.

Hình 3: Những thay đổi đối với dự báo giai đoạn 2025-2029

|                                                  | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  | 2028F  | 2029F  |
|--------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Giá dầu Brent (USD/thùng)</b>                 |        |        |        |        |        |        |
| Giá mới                                          | 80     | 65     | 60     | 65     | 65     | 65     |
| Giá cũ                                           |        | 65     | 65     | 65     | 65     | 65     |
| Thay đổi (%)                                     |        | 0,0%   | -7,7%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| <b>Giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)</b>              |        |        |        |        |        |        |
| Giá mới                                          | 465    | 430    | 390    | 380    | 357    | 357    |
| Giá cũ                                           |        | 430    | 390    | 357    | 357    | 357    |
| Thay đổi (%)                                     |        | 0,0%   | 0,0%   | 6,4%   | 0,0%   | 0,0%   |
| <b>Giá LNG nhập khẩu (USD/triệu BTU)*</b>        |        |        |        |        |        |        |
| Giá mới                                          | 11,0   | 12,8   | 11,2   | 10,4   | 9,8    | 9,3    |
| Giá cũ                                           |        | 12,8   | 11,3   | 8,5    | 8,5    | 8,5    |
| Thay đổi (%)                                     |        | 0,0%   | -1,1%  | 23,6%  | 15,7%  | 10,2%  |
| <b>Giá LPG (USD/tấn)*</b>                        |        |        |        |        |        |        |
| Giá mới                                          | 720    | 570    | 536    | 570    | 570    | 570    |
| Giá cũ                                           |        | 570    | 570    | 570    | 570    | 570    |
| Thay đổi (%)                                     |        | 0,0%   | -6,0%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| <b>Giá khí cho nhà máy điện (USD/triệu BTU)*</b> |        |        |        |        |        |        |
| Giá mới                                          | 9,7    | 11,1   | 11,5   | 11,9   | 12,2   | 12,0   |
| Giá cũ                                           |        | 11,1   | 11,7   | 11,4   | 11,4   | 11,5   |
| Thay đổi (%)                                     |        | 0,0%   | -2,0%  | 4,9%   | 6,7%   | 5,2%   |
| <b>Giá khí cho KCN (USD/triệu BTU)*</b>          |        |        |        |        |        |        |
| Giá mới                                          | 14,2   | 11,9   | 11,1   | 11,7   | 11,8   | 11,8   |
| Giá cũ                                           |        | 11,9   | 11,7   | 11,7   | 11,8   | 11,8   |
| Thay đổi (%)                                     |        | 0,0%   | -5,1%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| <b>Sản lượng tiêu thụ khí* (m3)</b>              |        |        |        |        |        |        |
| Dự báo mới                                       | 6,7    | 6,4    | 7,1    | 8,3    | 12,1   | 15,5   |
| Dự báo cũ                                        |        | 6,4    | 7,2    | 8,8    | 13,1   | 15,5   |
| Thay đổi (%)                                     |        | 0,0%   | -0,4%  | -5,9%  | -7,7%  | 0,0%   |
| <b>LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)</b>           |        |        |        |        |        |        |
| Dự báo mới                                       | 10.398 | 12.313 | 12.972 | 15.240 | 19.372 | 22.088 |
| Dự báo cũ                                        |        | 12.205 | 13.017 | 16.083 | 20.770 | 22.265 |
| Thay đổi (%)                                     |        | 0,9%   | -0,3%  | -5,2%  | -6,7%  | -0,8%  |
| <b>Lợi suất cổ tức (đồng/cổ phiếu)</b>           |        |        |        |        |        |        |
| Dự báo mới                                       | 2.100  | 2.500  | 3.000  | 5.000  | 5.000  | 5.000  |
| Dự báo cũ                                        |        | 2.500  | 3.000  | 5.000  | 5.000  | 5.000  |
| Thay đổi (%)                                     |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |

Nguồn: GAS, Vietcap (\* ước tính của Vietcap)

Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) (tỷ trọng 70%) và phương pháp P/E (tỷ trọng 30%) để định giá GAS.

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu ở mức 76.100 đồng/cổ phiếu do các yếu tố sau:

- 1) Định giá theo phương pháp P/E cao hơn 1,6%, phản ánh việc chúng tôi sử dụng LNST sau lợi ích CĐTTS dự phóng năm 2026 thay vì mức trung bình 2025-2026 trước đây, bù đắp cho việc chúng tôi giảm P/E mục tiêu xuống 15,5 lần (so với 15,7 lần trong dự báo trước đây, tương đương P/E trung vị 5 năm của GAS). Điều này bù đắp cho:
- 2) Định giá CKDT thấp hơn 0,7%, do dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025-2029 thấp hơn 2,8% của chúng tôi, ảnh hưởng nhiều hơn so với tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026.

Hình 4: Tóm tắt định giá

| Phương pháp (đồng/cổ phiếu)                   | Giá trị hợp lý | Tỷ trọng (%) | Đóng góp      |
|-----------------------------------------------|----------------|--------------|---------------|
| CKDT                                          | 73.663         | 70%          | 51.564        |
| P/E mục tiêu là 15,5 lần (lợi nhuận năm 2026) | 81.659         | 30%          | 24.498        |
| <b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>           |                |              | <b>76.100</b> |
| P/E dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu        |                |              | 14,4x         |

Nguồn: Vietcap

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Hình 5: Chiết khấu dòng tiền

| (tỷ đồng)                        | 2026F         | 2027F         | 2028F         | 2029F         | 2030F         |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>LN từ HĐKD</b>                | <b>14.481</b> | <b>17.822</b> | <b>23.222</b> | <b>28.269</b> | <b>31.608</b> |
| + Khấu hao                       | 2.796         | 3.406         | 4.258         | 4.852         | 5.002         |
| - Thuế                           | -2.896        | -3.564        | -4.644        | -5.654        | -6.322        |
| - Vốn XDCB                       | -13.073       | -19.474       | -13.861       | -13.987       | -5.178        |
| - Tăng vốn HĐKD                  | -82           | -1.644        | -5.645        | -5.161        | -1.601        |
| <b>Dòng tiền tự do (DTTD)</b>    | <b>1.226</b>  | <b>-3.455</b> | <b>3.330</b>  | <b>8.319</b>  | <b>23.508</b> |
| Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD | 1.079         | -2.677        | 2.271         | 4.995         | 12.426        |
| <b>GTHT lũy kế của DTTD</b>      | <b>1.079</b>  | <b>-1.598</b> | <b>674</b>    | <b>5.669</b>  | <b>18.095</b> |

| (tỷ đồng)                        | 2031F         | 2032F         | 2033F         | 2034F         | 2035F         | Giá trị cuối  |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>LN từ HĐKD</b>                | <b>31.809</b> | <b>40.607</b> | <b>40.314</b> | <b>40.967</b> | <b>41.780</b> | <b>41.780</b> |
| + Khấu hao                       | 5.152         | 5.745         | 5.566         | 5.022         | 5.172         | 5.172         |
| - Thuế                           | -6.362        | -8.121        | -8.063        | -8.193        | -8.356        | -8.356        |
| - Vốn XDCB                       | -6.267        | -6.424        | -3.000        | -3.000        | -3.000        | -7.500        |
| - Tăng vốn HĐKD                  | -1.034        | -8.136        | 26            | -624          | -509          | -509          |
| <b>Dòng tiền tự do (DTTD)</b>    | <b>23.298</b> | <b>23.672</b> | <b>34.843</b> | <b>34.172</b> | <b>35.087</b> | <b>30.587</b> |
| Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD | 10.841        | 9.696         | 12.563        | 10.846        | 9.803         | 7.523         |
| <b>GTHT lũy kế của DTTD</b>      | <b>28.936</b> | <b>38.631</b> | <b>51.194</b> | <b>62.040</b> | <b>71.843</b> | <b>79.366</b> |

| Chi phí vốn                 | Cũ          | Mới         |
|-----------------------------|-------------|-------------|
| Beta                        | 1,2         | 1,2         |
| Phần bù rủi ro thị trường % | 8,0         | 8,0         |
| Tỷ lệ phi rủi ro %          | 6,0         | 6,0         |
| Chi phí VCSH %              | 15,6        | 15,6        |
| Chi phí nợ vay %            | 7,0         | 7,0         |
| Thuế DN %                   | 20,0        | 20,0        |
| Nợ vay %                    | 20,0        | 20,0        |
| Vốn chủ sở hữu %            | 80,0        | 80,0        |
| <b>WACC %</b>               | <b>13,6</b> | <b>13,6</b> |

| CKDT                                  | Tỷ đồng        |
|---------------------------------------|----------------|
| GTHT của DTTD                         | 79.366         |
| GTHT của giá trị cuối (GTC) (TT 2,0%) | 66.149         |
| <b>Tổng GTHT của DTTD và GTC</b>      | <b>145.515</b> |
| + Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn          | 40.154         |
| - Nợ vay                              | (6.601)        |
| - Lợi ích CĐTTS                       | (1.323)        |
| <b>Giá trị VCSH</b>                   | <b>177.745</b> |
| Cổ phiếu pha loãng (triệu)            | 2.413          |
| <b>Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)</b>   | <b>73.663</b>  |

Nguồn: Vietcap

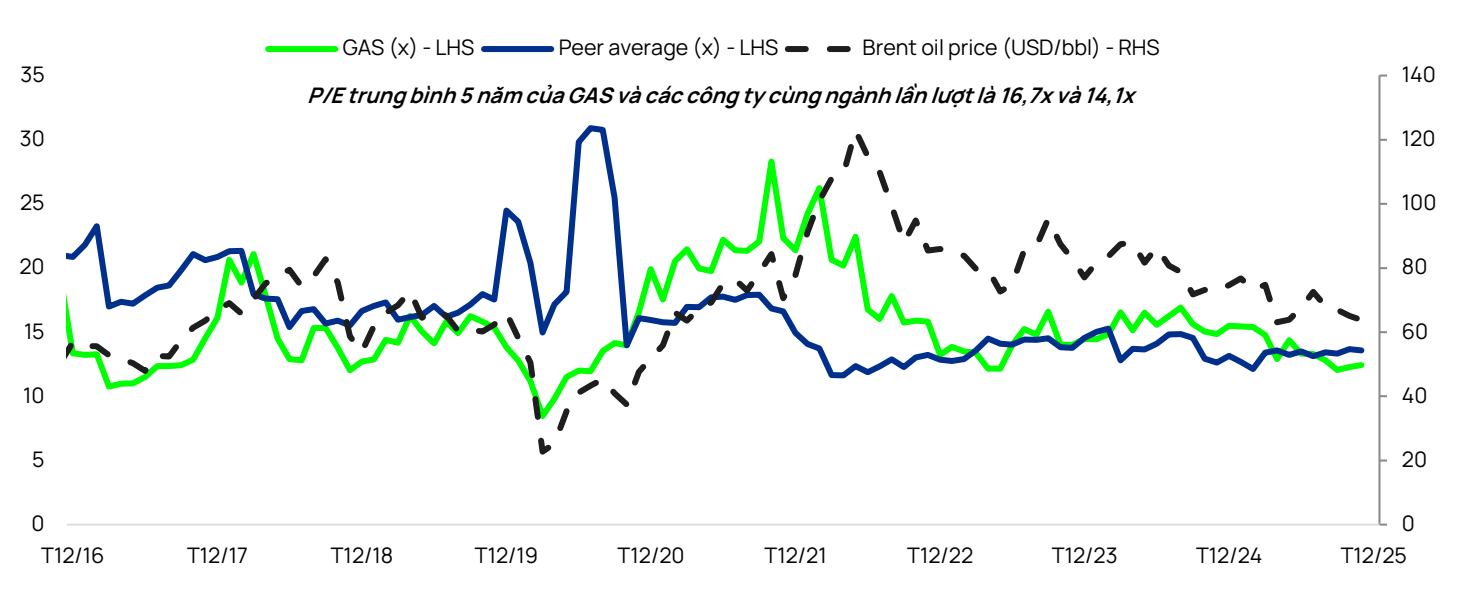
Định giá P/E

Hình 6: Các công ty cùng ngành trong khu vực

| Công ty (tr USD)   | Quốc gia  | GTVH<br>(triệu USD) | DT<br>thuần<br>trượt | YoY<br>% | LNST<br>trượt | YoY<br>% | Nợ<br>vay<br>ròng/<br>VCSH<br>(%) | ROE % | Lợi<br>suất<br>cổ tức<br>% | P/E<br>trượt<br>(*) | P/E dự<br>phóng<br>(x) | P/B<br>quý<br>gần<br>nhất<br>(x) |
|--------------------|-----------|---------------------|----------------------|----------|---------------|----------|-----------------------------------|-------|----------------------------|---------------------|------------------------|----------------------------------|
| GAIL India Ltd     | Ấn Độ     | 13.303              | 16.748               | 6,6      | 1.473         | 25,8     | 22,1                              | 15,4  | 4,2                        | 9,5                 | 12,0                   | 1,4                              |
| Indraprastha Gas   | Ấn Độ     | 3.348               | 1.766                | 6,6      | 203           | -13,5    | -32,9                             | 17,0  | 1,4                        | 17,3                | 13,6                   | 2,8                              |
| Perusahaan Gas Tbk | Indonesia | 2.490               | 3.895                | 3,3      | 314           | -8,5     | -3,1                              | 11,4  | 10,6                       | 7,7                 | 9,3                    | 0,9                              |
| Petronas Gas Bhd   | Malaysia  | 8.788               | 1.467                | 0,9      | 416           | -0,3     | -5,3                              | 13,2  | 3,9                        | 20,1                | 19,8                   | 2,6                              |
| Gas Malaysia Bhd   | Malaysia  | 1.366               | 1.781                | 4,8      | 97            | 6,2      | -21,8                             | 30,4  | 5,8                        | 13,4                | 13,8                   | 3,9                              |
| Trung bình         |           | 5.859               | 5.131                | 4,4      | 501           | 1,9      | -8,2                              | 17,5  | 5,2                        | 13,6                | 13,7                   | 2,3                              |
| GAS                | Việt Nam  | 5.642               | 4.524                | 15,0     | 470           | 9,2      | -61,5                             | 18,1  | 3,3                        | 12,9                | 12,3                   | 2,3                              |

Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (số liệu của các công ty cùng ngành tính đến ngày 7/11/2025)

Hình 7: P/E của GAS so với P/E trung bình của các công ty cùng ngành và giá dầu



Nguồn: Các công ty trên, FiinPro, Vietcap (số liệu tính đến ngày 7/11/2025)

Phân tích độ nhạy

Giá trị hợp lý của GAS có tương quan đồng biến với giá dầu do KQKD của mảng khí (bán cho KCN) và mảng LPG của GAS bị ảnh hưởng bởi giá dầu. Hình dưới đây cho thấy 1) độ nhạy của các dự báo lợi nhuận năm 2025 của chúng tôi đối với các kịch bản giá dầu khác nhau trong năm 2025 và 2) độ nhạy của giá mục tiêu dựa trên giá trị hợp lý của chúng tôi đối với các kịch bản giá dầu khác nhau trong giai đoạn dự báo (2025-2034).

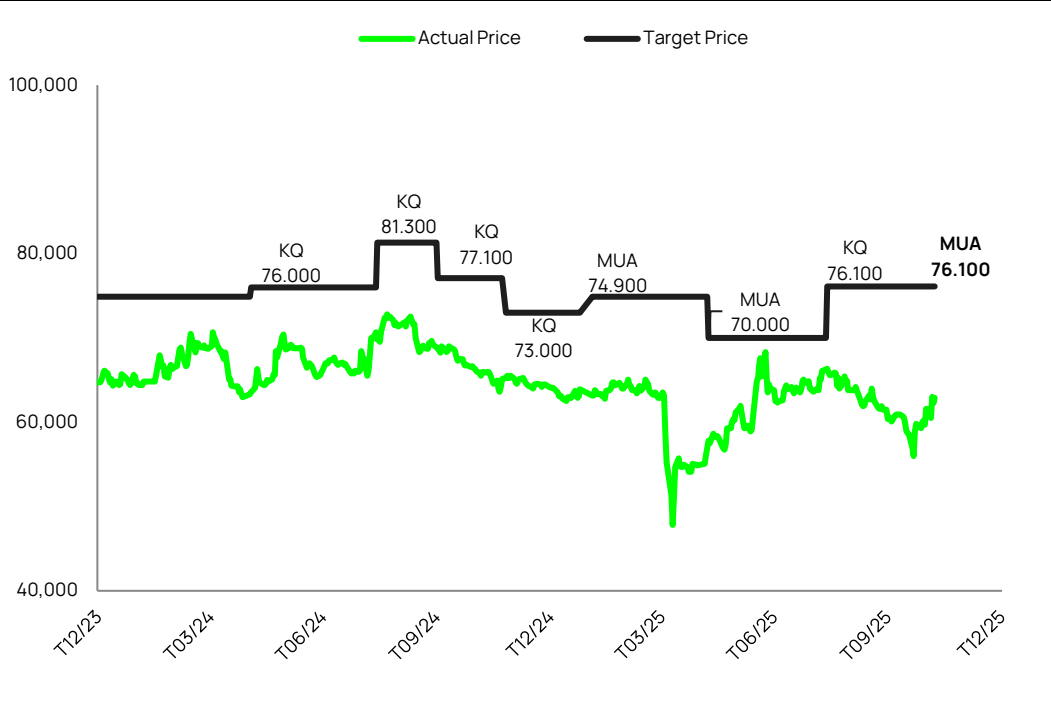
Hình 8: Phân tích độ nhạy của GAS đối với giá dầu thô Brent

| Giả định: trung bình giai đoạn 2025-29                | Kịch bản tiêu cực |        | Kịch bản cơ sở |        | Kịch bản tích cực |
|-------------------------------------------------------|-------------------|--------|----------------|--------|-------------------|
| Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)                  | 44                | 54     | 64             | 74     | 84                |
| Giá định giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)                 | 269               | 326    | 383            | 440    | 496               |
| Giá LPG (USD/tấn)                                     | 427               | 495    | 563            | 631    | 699               |
| Giá đầu ra-Nhà máy điện (bao gồm cước phí vận chuyển) | 11,4              | 11,6   | 11,7           | 11,9   | 12,1              |
| Các chỉ số tài chính: trung bình 2025-29              |                   |        |                |        |                   |
| LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)                       | 14.248            | 15.276 | 16.397         | 17.518 | 18.639            |
| EPS (đồng/cổ phiếu)                                   | 5.787             | 6.204  | 6.659          | 7.115  | 7.570             |
| Tăng trưởng EPS so với năm 2024 (%)                   | 19,9%             | 20,5%  | 21,3%          | 22,0%  | 22,6%             |
| ROE (%)                                               |                   |        |                |        |                   |
| Định giá                                              | 14,6x             | 13,1x  | 11,9x          | 11,0x  | 10,1x             |
| P/E dự phóng năm 2025 (x)                             | 2,2x              | 2,2x   | 2,1x           | 2,0x   | 2,0x              |
| P/B dự phóng năm 2025 (x)                             | 68.900            | 72.200 | 76.100         | 80.300 | 84.800            |
| Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)                        | 9,5%              | 14,8%  | 21,0%          | 27,7%  | 34,8%             |
| Tăng trưởng (%)                                       | 4,0%              | 4,0%   | 4,0%           | 4,0%   | 4,0%              |
| Lợi suất cổ tức (%)                                   | 13,5%             | 18,8%  | 25,0%          | 31,6%  | 38,8%             |
| Tổng mức sinh lời (%)                                 |                   |        |                |        |                   |

Nguồn: Vietcap (\* Chúng tôi giả định giá dầu là 65 USD/thùng trong năm 2025 và giai đoạn 2027-2029; 60 USD/thùng cho n. Chúng tôi ước tính những thay đổi về giá dầu lần lượt là +/-10 USD/thùng và +/-20 USD/thùng so với kịch bản cơ sở trong suốt giai đoạn dự báo cho các kịch bản tích cực và tiêu cực của chúng tôi)

Diễn biến khuyến nghị

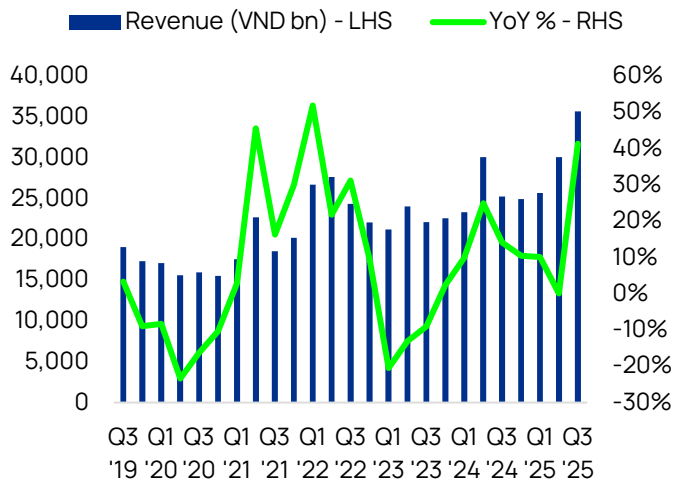
Hình 9: Diễn biến khuyến nghị giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

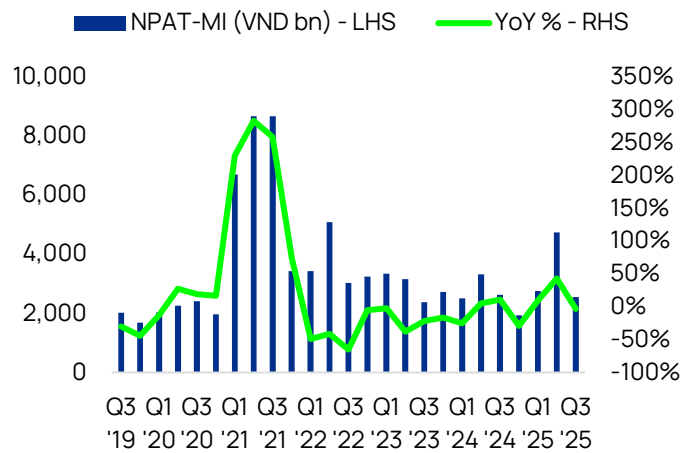
## KQKD hàng quý

Hình 10: Doanh thu hàng quý của GAS



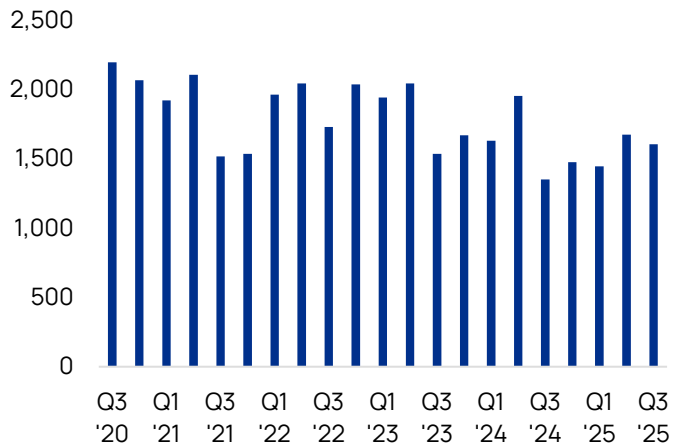
Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 11: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của GAS



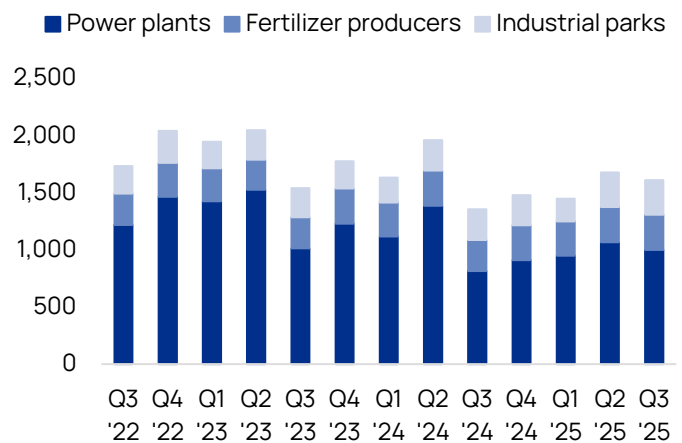
Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 12: Sản lượng khí thương phẩm của GAS (triệu m3)



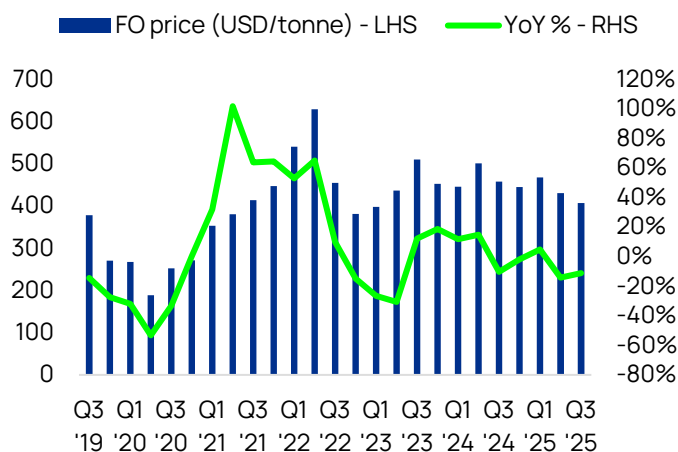
Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 13: Cơ cấu sản lượng khí thương phẩm của GAS (triệu m3)



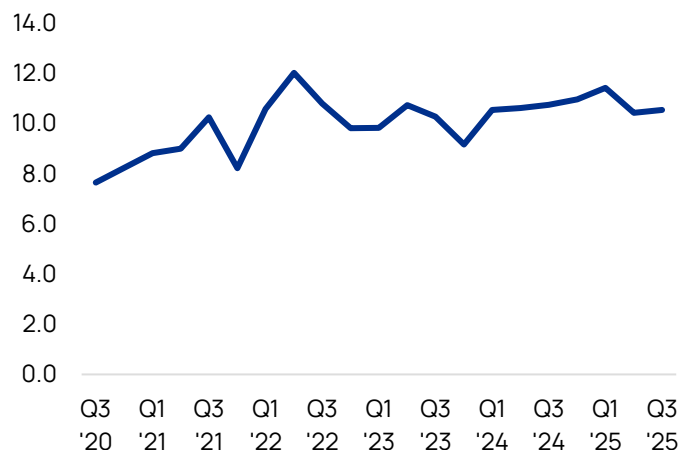
Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 14: Giá dầu nhiên liệu trung bình



Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 15: Giá khí đầu ra cho các KCN (USD/triệu BTU)



Nguồn: GAS, Vietcap

Báo cáo Tài chính

| KQLN (tỷ đồng)                               | 2024           | 2025F          | 2026F          | 2027F          |
|----------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Doanh thu</b>                             | <b>103.564</b> | <b>120.404</b> | <b>119.766</b> | <b>130.062</b> |
| Giả vốn hàng bán                             | -85.910        | -103.886       | -100.501       | -107.046       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                         | <b>17.654</b>  | <b>16.518</b>  | <b>19.264</b>  | <b>23.017</b>  |
| Chi phí bán hàng                             | -2.415         | -2.528         | -2.755         | -2.991         |
| Chi phí quản lí DN                           | -3.197         | 69             | -2.029         | -2.203         |
| <b>LN từ HĐKD</b>                            | <b>12.042</b>  | <b>14.058</b>  | <b>14.481</b>  | <b>17.822</b>  |
| Thu nhập tài chính                           | 1.737          | 1.780          | 2.086          | 2.354          |
| Chi phí tài chính                            | -660           | -486           | -391           | -1.163         |
| <i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>             | -319           | -319           | -303           | -875           |
| Lợi nhuận từ công ty LDLK                    | 38             | 38             | 38             | 38             |
| Lỗ/lãi thuần khác                            | 16             | 0              | 0              | 0              |
| <b>LNTT</b>                                  | <b>13.172</b>  | <b>15.391</b>  | <b>16.214</b>  | <b>19.050</b>  |
| Thuế TNDN                                    | -2.582         | -3.078         | -3.243         | -3.810         |
| <b>LNST trước CBTS</b>                       | <b>10.590</b>  | <b>12.313</b>  | <b>12.972</b>  | <b>15.240</b>  |
| Lợi ích CB thiếu số                          | -192           | 0              | 0              | 0              |
| <b>LNST sau lợi ích CBTS, báo cáo</b>        | <b>10.398</b>  | <b>12.313</b>  | <b>12.972</b>  | <b>15.240</b>  |
| <b>LNST sau lợi ích CBTS, điều chỉnh (1)</b> | <b>11.907</b>  | <b>11.006</b>  | <b>12.972</b>  | <b>15.240</b>  |
| EBITDA                                       | 14.905         | 16.855         | 17.277         | 21.227         |
| EPS báo cáo, VND                             | 4.223          | 5.001          | 5.268          | 6.190          |
| EPS cốt lõi (1), VND                         | 4.848          | 4.459          | 5.268          | 6.190          |
| EPS pha loãng, VND                           | 4.848          | 4.459          | 5.268          | 6.190          |
| DPS, VND                                     | 2.163          | 2.500          | 3.000          | 5.000          |
| DPS/EPS (%)                                  | 51,2%          | 50,0%          | 56,9%          | 80,8%          |
| (1) Không bao gồm lợi nhuận bất thường       |                |                |                |                |

| TỶ LỆ                           | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Tăng trưởng</b>              |        |        |        |        |
| Tăng trưởng doanh thu           | 15,1%  | 16,3%  | -0,5%  | 8,6%   |
| Tăng trưởng LN HĐKD             | -6,7%  | 16,7%  | 3,0%   | 23,1%  |
| Tăng trưởng EPS báo cáo         | -10,4% | 18,4%  | 5,3%   | 17,5%  |
| Tăng trưởng EPS cốt lõi (1)     | 2,2%   | -8,0%  | 18,1%  | 17,5%  |
| <b>Khả năng sinh lời</b>        |        |        |        |        |
| Biên LN gộp %                   | 17,0%  | 13,7%  | 16,1%  | 17,7%  |
| Biên LN từ HĐKD %               | 11,6%  | 11,7%  | 12,1%  | 13,7%  |
| Biên EBITDA %                   | 14,4%  | 14,0%  | 14,4%  | 16,3%  |
| Biên LNST sau lợi ích CBTS %    | 10,0%  | 10,2%  | 10,8%  | 11,7%  |
| ROE %                           | 16,7%  | 19,3%  | 18,5%  | 20,2%  |
| ROA %                           | 12,3%  | 14,1%  | 13,0%  | 12,8%  |
| <b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b> |        |        |        |        |
| Số ngày tồn kho                 | 19,6   | 19,6   | 19,6   | 19,7   |
| Số ngày phải thu                | 59,2   | 56,0   | 56,0   | 56,0   |
| Số ngày phải trả                | 26,0   | 25,9   | 25,9   | 25,9   |
| TG luân chuyển tiền             | 52,8   | 49,7   | 49,7   | 49,7   |
| <b>Thanh khoản</b>              |        |        |        |        |
| CS thanh toán hiện hành         | 3,9    | 4,3    | 4,7    | 4,7    |
| CS thanh toán nhanh             | 3,6    | 3,9    | 4,4    | 4,3    |
| CS thanh toán tiền mặt          | 0,4    | 0,8    | 1,2    | 1,3    |
| Nợ/Tài sản                      | 3,9%   | 7,2%   | 15,5%  | 25,8%  |
| Nợ/Vốn sử dụng                  | 5,0%   | 8,8%   | 18,4%  | 29,8%  |
| Nợ/Vốn CSH                      | -49,5% | -49,9% | -39,4% | -20,8% |
| Khả năng thanh toán lãi vay     | 37,7   | 44,1   | 47,7   | 20,4   |

| BẢNG CĐKT (tỷ đồng)         | 2024          | 2025F         | 2026F          | 2027F          |
|-----------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Tiền và tương đương         | 5.649         | 12.742        | 17.900         | 22.507         |
| Đầu tư TC ngắn hạn          | 27.413        | 27.413        | 27.413         | 27.413         |
| Các khoản phải thu          | 16.737        | 18.459        | 18.361         | 19.940         |
| Hàng tồn kho                | 4.599         | 5.589         | 5.403          | 5.763          |
| TS ngắn hạn khác            | 2.897         | 3.732         | 3.701          | 4.211          |
| <b>Tổng TS ngắn hạn</b>     | <b>57.296</b> | <b>67.935</b> | <b>72.777</b>  | <b>79.834</b>  |
| TS dài hạn (gộp)            | 67.216        | 69.734        | 82.806         | 102.280        |
| - Khấu hao lũy kế           | -47.246       | -50.042       | -52.838        | -56.244        |
| TS dài hạn (ròng)           | 19.970        | 19.692        | 29.968         | 46.036         |
| Đầu tư TC dài hạn           | 400           | 400           | 400            | 400            |
| TS dài hạn khác             | 4.228         | 4.228         | 4.228          | 4.228          |
| <b>Tổng TS dài hạn</b>      | <b>24.598</b> | <b>24.320</b> | <b>34.596</b>  | <b>50.664</b>  |
| <b>Tổng Tài sản</b>         | <b>81.894</b> | <b>92.254</b> | <b>107.373</b> | <b>130.498</b> |
| Phải trả ngắn hạn           | 6.096         | 7.372         | 7.131          | 7.596          |
| Nợ ngắn hạn                 | 934           | 2.244         | 2.276          | 3.118          |
| Nợ ngắn hạn khác            | 7.551         | 6.202         | 6.044          | 6.386          |
| Tổng nợ ngắn hạn            | <b>14.581</b> | <b>15.818</b> | <b>15.452</b>  | <b>17.100</b>  |
| Nợ dài hạn                  | 2.290         | 4.357         | 14.379         | 30.539         |
| Nợ dài hạn khác             | 3.451         | 3.451         | 3.451          | 3.451          |
| <b>Tổng nợ</b>              | <b>20.322</b> | <b>23.626</b> | <b>33.282</b>  | <b>51.090</b>  |
| Cổ phiếu ưu đãi             | 0             | 0             | 0              | 0              |
| Vốn cổ phần                 | 23.427        | 24.130        | 24.130         | 24.130         |
| Thặng dư vốn CP             | 0             | 0             | 0              | 0              |
| Cổ phiếu quỹ                | 0             | 0             | 0              | 0              |
| Lợi nhuận giữ lại           | 9.553         | 16.799        | 22.531         | 28.120         |
| Vốn khác                    | 27.268        | 26.376        | 26.106         | 25.835         |
| Lợi ích CBTS                | 1.323         | 1.323         | 1.323          | 1.323          |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>       | <b>61.571</b> | <b>68.628</b> | <b>74.091</b>  | <b>79.408</b>  |
| <b>Tổng cộng nguồn vốn</b>  | <b>81.894</b> | <b>92.254</b> | <b>107.373</b> | <b>130.498</b> |
| Số CP lưu hành cuối năm, tr | 2.413         | 2.413         | 2.413          | 2.413          |

| LCTT (tỷ đồng)                 | 2024           | 2025F         | 2026F          | 2027F          |
|--------------------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>Tiền đầu năm</b>            | <b>5.669</b>   | <b>5.649</b>  | <b>12.742</b>  | <b>17.900</b>  |
| Thu nhập ròng                  | 10.398         | 12.313        | 12.972         | 15.240         |
| Khấu hao                       | 2.863          | 2.796         | 2.796          | 3.406          |
| Thay đổi vốn lưu động          | -3.005         | -1.379        | -82            | -1.644         |
| Điều chỉnh khác                | -1.551         | -2.383        | -221           | -21            |
| <b>Tiền từ hoạt động KD</b>    | <b>8.705</b>   | <b>11.348</b> | <b>15.465</b>  | <b>16.981</b>  |
| Vốn đầu tư XDCB, ròng          | -1.822         | -2.518        | -13.073        | -19.474        |
| Đầu tư, ròng                   | 9.800          | 38            | 38             | 38             |
| <b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>       | <b>7.979</b>   | <b>-2.480</b> | <b>-13.035</b> | <b>-19.436</b> |
| Cổ tức đã trả                  | -13.971        | -5.067        | -7.239         | -9.652         |
| Tăng (giảm) vốn cổ phần        | 0              | 0             | 0              | 0              |
| Tăng (giảm) nợ ngắn hạn        | 1.863          | 177           | 0              | 200            |
| Tăng (giảm) nợ dài hạn         | -4.603         | 3.201         | 10.055         | 16.801         |
| Tiền từ các hoạt động TC khác  | 8              | -85           | -87            | -288           |
| <b>Tiền từ hoạt động TC</b>    | <b>-16.703</b> | <b>-1.775</b> | <b>2.729</b>   | <b>7.062</b>   |
| <b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b> | <b>-19</b>     | <b>7.092</b>  | <b>5.159</b>   | <b>4.607</b>   |
| <b>Tiền cuối năm</b>           | <b>5.649</b>   | <b>12.742</b> | <b>17.900</b>  | <b>22.507</b>  |

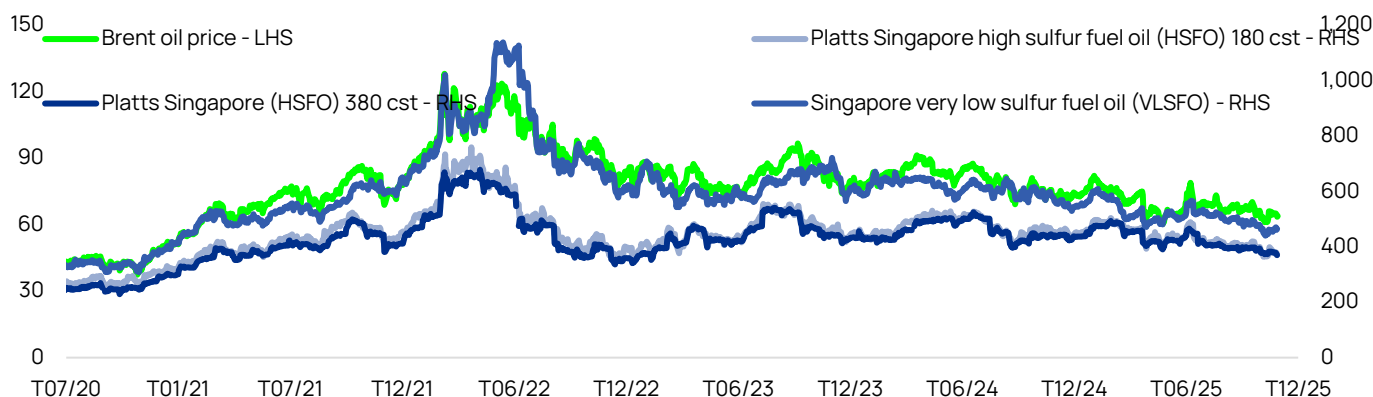
Nguồn: GAS, Vietcap

## Phụ lục

### Phụ lục 1: Nâng dự phóng giá dầu FO năm 2027

Chúng tôi áp dụng dự phóng giá dầu FO của chúng tôi từ báo cáo Cập nhật Ngành Dầu khí – Tháng 9 (trang 11). Nhìn chung, chúng tôi tăng giả định giá dầu FO trung bình 2025-2029 thêm 1%. Trong đó, (1) chúng tôi nâng giả định giá dầu FO năm 2027 thêm 6% lên 380 USD/tấn (-3% YoY so với Brent +8% YoY, cho thấy kỳ vọng của chúng tôi về việc giá dầu FO tăng thấp hơn giá dầu Brent, trái ngược với diễn biến trong giai đoạn 2023-2025), trong khi (2) duy trì giả định các giai đoạn 2025-2026 và 2028-2029.

Hình 16: Giá dầu Brent (USD/thùng) so với giá FO (USD/tấn)



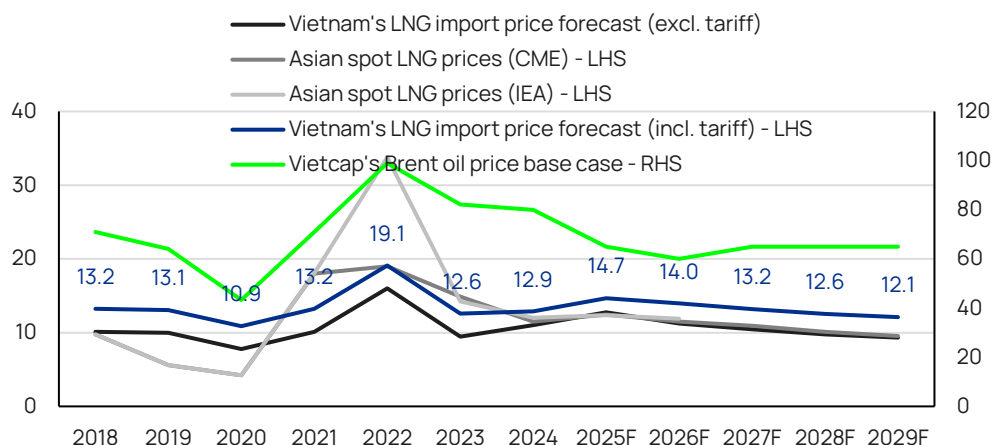
Nguồn: FiinPro, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 7/11/2025)

### Phụ lục 2: Giá LNG nhập khẩu tương đối thấp dự kiến sẽ thúc đẩy lượng tiêu thụ LNG tại Việt Nam

Chúng tôi áp dụng dự phóng giá LNG của chúng tôi từ báo cáo Cập nhật Ngành Dầu khí – Tháng 9 (trang 12), trong đó chúng tôi tăng giá nhập khẩu LNG trung bình thêm 17% cho giai đoạn 2027-2029 lên lần lượt là 10,4/9,8/9,3 USD/triệu BTU, dựa theo dự báo đồng thuận mới nhất từ CME và Bloomberg.

**Nhìn chung, dự báo đồng thuận vẫn cho thấy giá LNG sẽ hạ nhiệt từ năm 2026 trở đi do nguồn cung tăng, từ đó nâng cao tính cạnh tranh của các nhà máy nhiệt điện khí LNG và hỗ trợ tích cực cho triển vọng kinh doanh LNG của GAS.**

Hình 17: Giá dầu Brent (USD/thùng) so với dự báo giá LNG quốc tế (USD/triệu BTU)



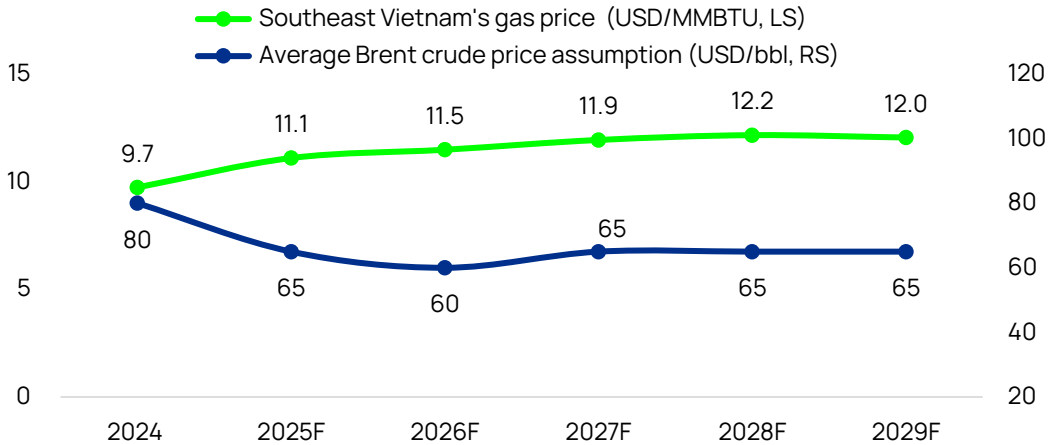
Nguồn: Ngân hàng Thế giới, IEA, CME, Vietcap. Lưu ý: Dự báo của Ngân hàng Thế giới là tính đến tháng 4/2025, dự báo đồng thuận của CME là tính đến tháng 9/2025, và dự báo của IEA là từ tháng 7/2025.

Phụ lục 3: Giá khí đốt ổn định cho các nhà máy điện trong giai đoạn 2026-29 dự kiến sẽ hỗ trợ tăng trưởng nhu cầu

Chúng tôi điều chỉnh giảm 2% dự báo giá khí trung bình cho các nhà máy điện ở khu vực Đông Nam bộ trong năm 2026 của chúng tôi xuống mức 11,5 USD/triệu BTU (+3% YoY), do chúng tôi giảm tỷ trọng sử dụng nguồn LNG giá cao trong tổng cơ cấu nhu cầu khí.

Chúng tôi kỳ vọng giá khí đốt cho các nhà máy điện sẽ duy trì ổn định trong giai đoạn 2026-29 ở mức khoảng 11-12 USD/triệu BTU, hỗ trợ tăng trưởng nhu cầu từ các nhà máy điện trong bối cảnh EVN có khả năng tiếp tục tăng giá điện bán lẻ.

Hình 18: Triển vọng giá khí cho các nhà máy điện tại khu vực Đông Nam bộ



Nguồn: GAS, Vietcap

Phụ lục 4: Tóm tắt dự án dài hạn

Hình 19: Triển vọng vốn đầu tư XDCB của GAS

| Dự án                                                                     | Vốn đầu tư XDCB (tr USD) | Công suất     | Tiến độ theo kế hoạch Chính phủ | Thời điểm đi vào hoạt động (Vietcap ước tính) | Lợi ích kinh tế (%) |
|---------------------------------------------------------------------------|--------------------------|---------------|---------------------------------|-----------------------------------------------|---------------------|
| <b>Các dự án được đưa vào dự báo của chúng tôi</b>                        |                          |               |                                 |                                               |                     |
| Đường ống khí Nam Côn Sơn 2 - Giai đoạn 2                                 | 350                      | 7 tỷ m3/năm   | 2026                            | 2027                                          | 100%                |
| Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 1                                        | 286                      | 1 triệu TPA   | 2015-2022                       | 2024                                          | 100%                |
| Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 2                                        | 341                      | 3 triệu TPA   | 2023-2024                       | 2029                                          | 100%                |
| Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 3                                        | 341                      | 6 triệu TPA   | N/A                             | 2032                                          | 100%                |
| Đường ống khí Lô B - Ô Môn *                                              | 663                      | 7 m3/năm      | 2017-2021                       | 2028                                          | 51%                 |
| Kho cảng LNG Sơn Mỹ - Giai đoạn 1                                         | 810                      | 3,6 triệu TPA | 2027-2029                       | 2028                                          | 61%                 |
| Kho cảng LNG Sơn Mỹ - Giai đoạn 2                                         | 540                      | 2,4 triệu TPA | 2027-2029                       | 2030                                          | 61%                 |
| <b>Tổng vốn XDCB của các dự án được đưa vào dự báo của chúng tôi</b>      | <b>3.331</b>             |               |                                 |                                               |                     |
| <b>Các dự án hiện chưa được đưa vào dự báo của chúng tôi</b>              |                          |               |                                 |                                               |                     |
| Poly Propylene                                                            | 700                      | 400.000 TPA   | N/A                             | N/A                                           | N/A                 |
| Cá Voi Xanh                                                               | N/A                      | N/A           | N/A                             | N/A                                           | N/A                 |
| <b>Tổng vốn XDCB của các dự án chưa được đưa vào dự báo của chúng tôi</b> | <b>700</b>               |               |                                 |                                               |                     |
| <b>Tổng vốn XDCB</b>                                                      | <b>4.031</b>             |               |                                 |                                               |                     |

Nguồn: GAS, Vietcap (\* Tổng vốn đầu tư vào công suất của dự án Lô B ước tính khoảng 1,3 tỷ USD, trong đó GAS sẽ nắm giữ lợi ích 51% (vốn góp 663 triệu USD))

Hình 20: Đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ dự án Nam Côn Sơn 2 giai đoạn 2 (Sao Vàng-Đại Nguyệt, Su Tử Trắng giai đoạn 2B), vận hành thương mại năm 2021-2027

| Tỷ đồng                  | 2024E | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F  | 2029F  |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Doanh thu                | 6.426 | 6.473 | 6.734 | 8.865 | 10.938 | 11.157 |
| % doanh thu của GAS      | 6,2%  | 5,4%  | 5,6%  | 6,8%  | 6,5%   | 5,5%   |
| Lợi nhuận ròng           | 3.342 | 3.055 | 3.527 | 5.376 | 6.931  | 7.121  |
| % lợi nhuận ròng của GAS | 32,1% | 24,8% | 27,2% | 35,3% | 35,8%  | 32,2%  |

Nguồn: Vietcap

Chúng tôi điều chỉnh giảm 13% tổng dự báo LNST giai đoạn 2025-2029 của Thị Vải chủ yếu do dự phóng sản lượng bán LNG thấp hơn 10% của chúng tôi. Điều này đến từ kỳ vọng của chúng tôi về nhu cầu thấp hơn từ (1) Phú Mỹ 2.2 và 3 (các nhà máy BOT, do không có kế hoạch huy động trong năm 2026, theo các chuyên gia trong ngành), và (2) Nhơn Trạch 1 và Genco 3 do thủy điện mạnh hơn dự kiến trong 9T 2025.

Mặc dù dự phóng sản lượng bán LNG thấp hơn, chúng tôi vẫn duy trì triển vọng LNST mạnh mẽ cho Thị Vải giai đoạn 1, đạt 1 nghìn tỷ đồng (gấp 6 lần YoY) trong năm 2026, được thúc đẩy bởi sản lượng thương phẩm +45% YoY đạt 1,0 tỷ m3 (nhờ hoạt động cả năm của NT 3&4 với tăng trưởng nhu cầu điện quốc gia 7,5% YoY trong năm 2026).

Hình 21: Dự báo của Vietcap về đóng góp doanh thu và lợi nhuận của kho cảng LNG Thị Vải trong giai đoạn 2025-2034

| Tỷ đồng             | 2024E | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | 2032F  | 2033F  | 2034F  |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Doanh thu           | 1.753 | 826   | 1.712 | 2.407 | 3.880 | 6.032 | 6.101 | 6.187 | 11.809 | 11.867 | 11.928 |
| % doanh thu của GAS | 1,7%  | 0,7%  | 1,4%  | 1,9%  | 2,3%  | 3,0%  | 2,9%  | 2,8%  | 4,3%   | 4,3%   | 4,3%   |
| Lợi nhuận ròng      | 98    | 164   | 1.001 | 1.330 | 2.422 | 3.592 | 3.584 | 3.589 | 6.877  | 6.985  | 7.094  |
| % LN ròng của GAS   | 0,9%  | 1,3%  | 7,7%  | 8,7%  | 12,5% | 16,3% | 14,8% | 14,7% | 21,8%  | 21,9%  | 21,4%  |

Nguồn: Vietcap

Chúng tôi điều chỉnh giảm 56% dự báo tổng LNST giai đoạn 2025-2029 của Sơn Mỹ chủ yếu do dự phóng sản lượng bán LNG thấp hơn 12% của chúng tôi, khi tiến độ phát triển dự án chậm hơn so với kỳ vọng.

Hình 22: Dự báo của Vietcap về đóng góp doanh thu và lợi nhuận của kho LNG Sơn Mỹ trong giai đoạn 2028-2034

| Tỷ đồng             | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | 2032F | 2033F | 2034F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu           | 2.866 | 4.970 | 6.833 | 8.274 | 8.440 | 8.609 | 8.781 |
| % doanh thu của GAS | 1,7%  | 2,5%  | 3,2%  | 3,8%  | 3,1%  | 3,1%  | 3,2%  |
| Lợi nhuận ròng      | 7     | 1.105 | 2.266 | 2.864 | 3.023 | 3.183 | 3.346 |
| % LN ròng của GAS   | 0,0%  | 5,0%  | 9,4%  | 11,8% | 9,6%  | 10,0% | 10,1% |

Nguồn: Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Đỗ Công Anh Tuấn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

| Các khuyến nghị      | Định nghĩa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| MUA                  | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| KHẢ QUAN             | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG   | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%                                                                                                                                                                                                                                                      |
| KÉM KHẢ QUAN         | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| BÁN                  | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| KHÔNG ĐÁNH GIÁ       | Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó. |
| KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN | Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.                                                                                                                                          |

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Phường Sài Gòn, TP. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6  
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)  
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)  
+84 28 8882 6868

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

**Hoàng Nam**

**Giám đốc, ext 124**

nam.hoang@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

**Huỳnh Thị Hồng Ngọc,**

**Trưởng phòng, ext 138**

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

#### Vĩ mô

**Hoàng Thúy Lương**

**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**

**Giám đốc, ext 124**

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

#### Dầu khí, Điện và Nước

**Đinh Thị Thùy Dương**

**Phó Giám đốc, ext 140**

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

#### Bất động sản

**Lưu Bích Hồng**

**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

**Nguyễn Thảo Vy**

**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363**

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

### Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

**Anthony Le**

**Giám đốc**

**Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**

**Giám đốc điều hành**

**Phòng Tư Vấn Đầu Tư**

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.