

Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP (GAS)

Khả quan (Duy trì)

Dầu khí

Giá hiện tại	VND67.400
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND77.350/66.400
Giá mục tiêu	VND78.400
Giá mục tiêu trước đó	VND85.000
Consensus	2,5%
Tiềm năng tăng giá	16,3%
Tỉ suất cổ tức	5,2%
Tổng sinh lời	21,5%

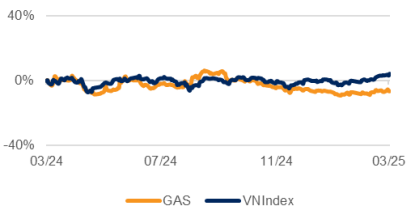
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tr USD)	6,3
GTGDQB 3 tháng (tr USD)	2,0
Sở hữu NN còn lại (tr USD)	2,99
Số CP lưu hành (tr)	2.342,7
Số CP sau pha loãng (tr)	2.342,7

	GAS	Ngành	VNI
P/E trượt	15,4x	12,1x	13,1x
P/B hiện tại	2,6x	1,7x	1,7x
ROA	12,7%	7,2%	2,1%
ROE	16,9%	15,2%	13,0%

*dữ liệu ngày 13/03/2025

Diễn biến giá cổ phiếu



Giá cổ phiếu(%)	1T	3T	12T
Cổ phiếu phổ thông	1,0%	-1,3%	-6,3%
Tương quan index	3,7%	3,8%	4,4%

Vốn chủ sở hữu

PetroVietnam Group	95,8%
Khác	4,2%

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Khí Việt Nam (GAS) hiện là công ty duy nhất cung cấp khí thiên nhiên cho tiêu dùng trong nước thông qua 5 hệ thống đường ống tại Việt Nam, đặc biệt là sản xuất điện và sản xuất phân bón. GAS là công ty dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực phân phối LPG với khoảng 65% thị phần. Tương tự, GAS cũng là doanh nghiệp đầu tiên đủ điều kiện phân phối LNG tại Việt Nam với kho cảng LNG Thị Vải đi vào hoạt động vào năm 2023.

Chuyên viên Phân tích:



Nguyễn Thị Thanh Hằng

Hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Tăng trưởng LNG mạnh bù đắp thách thức ngắn hạn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 16,3% và tỷ suất cổ tức 5,2%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 7,8%, trong khi giá cổ phiếu hầu như không thay đổi kể từ báo cáo gần nhất.
- Chúng tôi giảm giá mục tiêu do dự báo EPS năm tài chính 2025-2026 thấp hơn và giả định WACC cao hơn.
- P/E dự phóng năm 2025 ở mức 14,5x, thấp hơn mức trung bình 5 năm của GAS là 16,5x, chúng tôi cho rằng đây là điểm vào tốt để tích lũy cổ phiếu.

Tiêu điểm tài chính

- LN ròng năm 2024 giảm 10,4% svck xuống 10.400 tỷ đồng do biên LN gộp thu hẹp 1,8 điểm % và chi phí trích lập dự phòng tăng.
- Khoản trích lập dự phòng tiềm năng cho nợ xấu còn lại khiến dự báo chi phí BH&QLDN năm 2025 tăng 9,2%, nhưng vẫn thấp hơn so với năm 2024.
- Nhìn chung, chúng tôi dự báo LN ròng năm 2025 tăng 5,8% svck, được hỗ trợ bởi đóng góp mảng LNG cao hơn và chi phí BH&QLDN giảm.

Luận điểm đầu tư

Giá dầu giảm và trích lập dự phòng tiềm năng gây áp lực lên lợi nhuận

Giá dầu Brent kỳ vọng mức trung bình mức 75-70 USD/thùng năm 2025-2026, giảm lần lượt 6,3% và 6,7% svck, do áp lực từ việc OPEC+ tăng sản lượng và nhu cầu toàn cầu suy yếu. Giá dầu thấp hơn ảnh hưởng đến mảng khí khô, vốn là mảng đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận. Ngoài ra, việc các khoản phải thu từ các khách hàng điện tăng mạnh có thể dẫn đến trích lập dự phòng, tạo áp lực lên lợi nhuận trong ngắn hạn.

Tăng trưởng mảng LNG bù đắp suy giảm khí nội địa đến khi Lô B vận hành

GAS dựa vào tăng trưởng sản lượng LNG để bù đắp suy giảm khí nội địa trong ngắn hạn, khi Việt Nam thiếu hụt nguồn cung đến Q3/27, khi Block B hoạt động. Hợp đồng cung cấp LNG 25 năm với PV Pow đảm bảo nguồn khí cho NT3&4. Chúng tôi dự báo sản lượng khí tiêu thụ đạt 6,8/9,2 tỷ m3 trong năm 2025-2026 (-1,2%/+4,9% svck), với sản lượng LNG tăng 100%/67% svck. Về dài hạn, giá LNG giảm và nâng cấp kho cảng LNG Thị Vải giai đoạn 2 (tăng công suất lên 3 triệu tấn/năm vào 2029) sẽ củng cố triển vọng và tăng trưởng sản lượng của GAS.

Nền tảng tài chính hỗ trợ khả năng chi trả cổ tức ổn định

Dù đã trả cổ tức tiền mặt cao và lợi nhuận giảm trong năm năm 2024, GAS vẫn duy trì vị thế tiền mặt vững mạnh ở mức 33.000 tỷ đồng với tỷ lệ nợ ròng/VCSH ở mức -48%, đảm bảo thanh khoản dồi dào cho hoạt động đầu tư và chi trả cổ tức. Công ty cũng liên tục tạo ra dòng tiền HĐKD dương, hỗ trợ mức cổ tức ước tính 3.500 đồng/cổ phiếu năm 2025, tương đương lợi suất cổ tức 5,2%.

Định giá vẫn hấp dẫn với các động lực tăng trưởng dài hạn

GAS giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 mức 14,5x, thấp hơn 14% so với trung bình 5 năm. Dù lợi nhuận ngắn hạn chịu áp lực nhưng vị thế độc quyền và khả năng sinh lời cao so với các đối thủ khu vực, cùng với triển vọng tăng trưởng LNG cho thấy định giá GAS xứng đáng với mức cao hơn. Cổ phiếu vẫn là cơ hội tích lũy dài hạn hấp dẫn, với tiềm năng từ dự án Lô B – Ô Môn và mở rộng mảng LNG.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	(10,7%)	15,1%	(2,4%)	2,4%
Tăng trưởng EPS	(21,6%)	(10,4%)	5,8%	2,2%
Biên LN gộp	18,8%	17,0%	16,9%	16,4%
Biên LN ròng	12,9%	10,0%	10,9%	10,9%
P/E	13,6	15,5	14,6	14,3
P/B	2,9	2,5		0,0
ROAE	17,8%	16,9%	16,9%	16,2%
Tỷ lệ nợ ròng trên VCSH	(53,4%)	(48,5%)	(56,1%)	(51,7%)

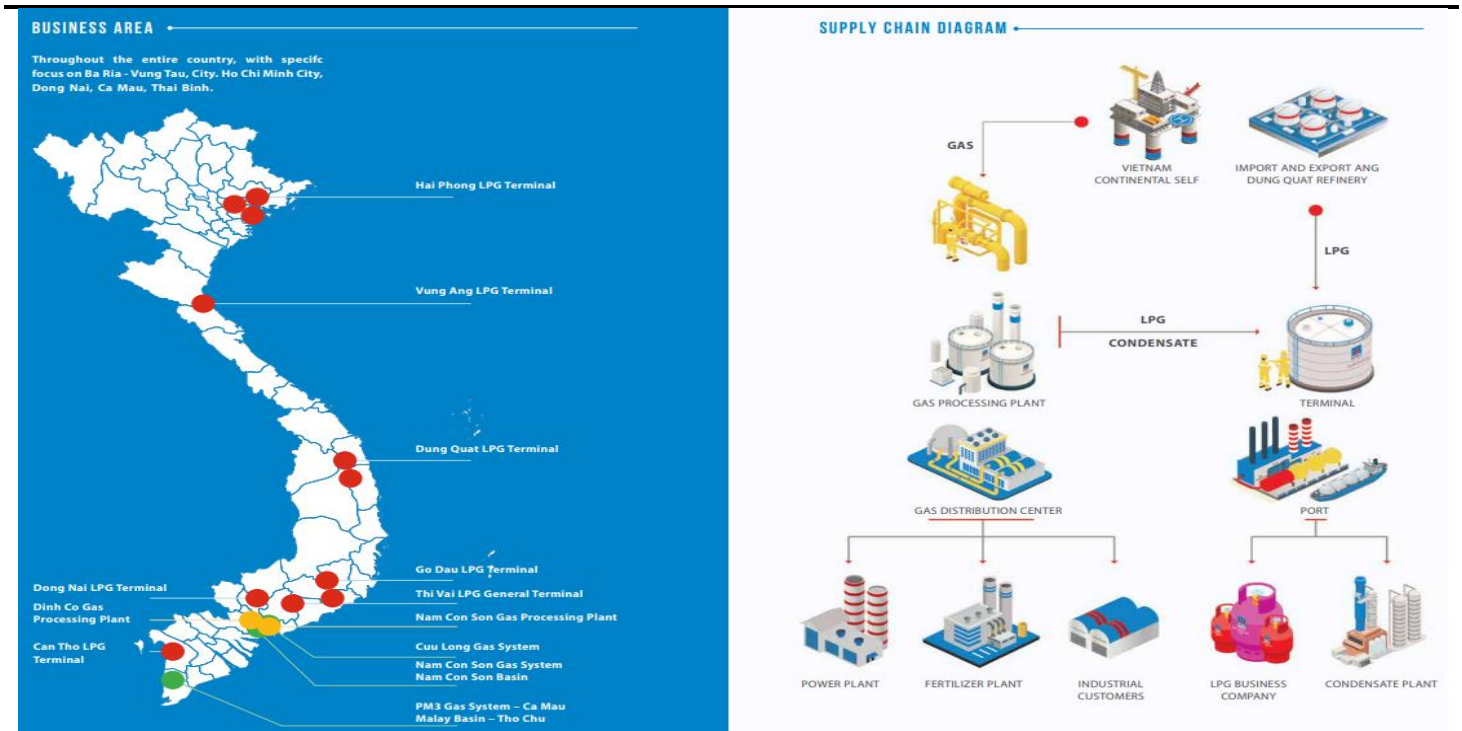
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp: Vị thế độc quyền trong ngành khí Việt Nam

Hoạt động chính của PetroVietnam Gas (GAS) là thu gom và phân phối khí khô, cũng như sản xuất và phân phối khí dầu mỏ hóa lỏng (LPG). Công ty cũng tham gia sản xuất và phân phối các sản phẩm khí khác như khí tự nhiên hóa lỏng (LNG), condensate và khí nén (CNG).

Với lợi thế là công ty con của Tập đoàn PVN (nắm giữ 95,8% cổ phần), GAS là doanh nghiệp độc quyền trong phân phối và kinh doanh khí khô tại Việt Nam, sở hữu năm hệ thống đường ống dẫn khí gồm: hệ thống Cửu Long, hệ thống Nam Côn Sơn 1, hệ thống Hàm Rồng – Thái Bình, hệ thống Nam Côn Sơn 2 và hệ thống MP3 – Cà Mau. Tổng công suất thu gom và vận chuyển khí hàng năm đạt khoảng 17,5 tỷ m³.

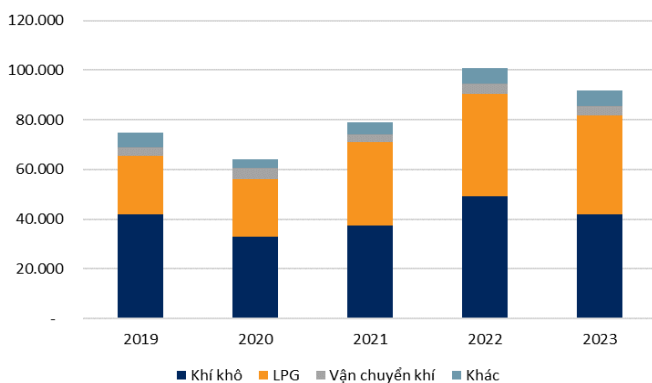
Hình 1: Lĩnh vực kinh doanh và chuỗi cung ứng của GAS



Nguồn: GAS

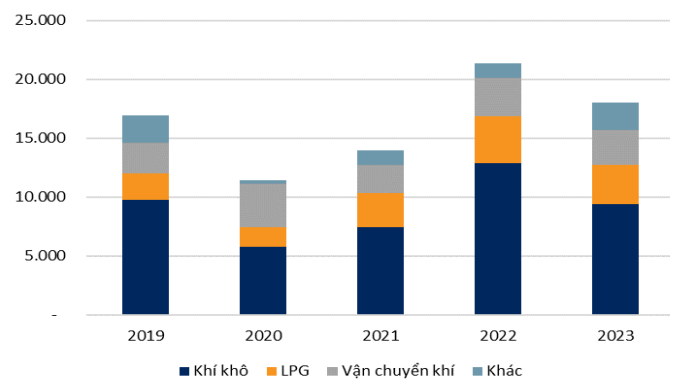
Mảng khí khô đóng góp 46% doanh thu của công ty, tiếp theo là mảng LPG với 43% trong năm 2023, theo ước tính của chúng tôi. Dù mảng vận chuyển khí chỉ chiếm 4% doanh thu, nhưng đây là mảng có biên lợi nhuận cao nhất (>75%), giúp mảng này đóng góp 17% vào cơ cấu lợi nhuận gộp của công ty.

Hình 2: Doanh thu theo từng mảng (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Lợi nhuận gộp theo từng mảng (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: Chi phí BH&QLDN tăng áp lực lên lợi nhuận

Hình 4: KQKD Q4/24

tỷ đồng	Q4/24	% svck	2024	% svck	% sv dự phóng
Giá Brent (USD/thùng)	74,0	-10,7%	79,9	-2,8%	100%
Giá FO Singapore (USD/tấn)	450	-2,6%	468	2,9%	106%
Giá LPG CP (USD/tấn)	629	2,6%	609	5,7%	97%
Sản lượng khí khô (triệu m3)	1.560	-12,0%	6.400	-12,3%	94%
Sản lượng LPG (nghìn tấn)	786	33,2%	3.100	26,5%	105%
Doanh thu	24.945	10,5%	103.564	15,1%	101%
LN gộp	4.044	-0,3%	17.654	4,3%	100%
Chi phí BH&QLDN	1.765	59,9%	5.612	39,7%	119%
LN tài chính thuần	279	-31,4%	1.076	-36,2%	99%
LNTT	2.558	-24,0%	13.172	-10,0%	94%
LN ròng	2.044	-24,9%	10.398	-10,4%	93%
Biên LN gộp	16,2%	-1,8 điểm %	17,0%	-1,8 điểm %	
Biên LN ròng	8,2%	-3,9 điểm %	10,0%	-2,9 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu Q4/24 tăng nhờ vào mảng LPG mạnh mẽ

Doanh thu thuần Q4/24 tăng 10,5% svck đạt 24.900 tỷ đồng, nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ của mảng LPG, bù đắp cho sự giảm giá dầu Brent (-10,7% svck) và sự suy giảm trong sản lượng bán khí khô (-12,0% svck). Tăng trưởng mạnh mẽ của mảng LPG được hỗ trợ bởi sản lượng LPG tăng 33,2% svck lên 786.000 tấn, cùng với sự tăng nhẹ của giá LPG CP (+2,6% svck).

Biên LN gộp giảm do chịu áp lực từ việc giá dầu giảm

Biên LN gộp Q4/24 giảm 1,8 điểm % svck xuống 16,2%, phản ánh tác động từ việc giá FO Singapore giảm (-2,6% svck) và sự đóng góp thấp hơn từ mảng khí khô.

LN tài chính giảm và chi phí BH&QLDN tăng mạnh gây áp lực lên LN ròng

LN tài chính ròng Q4/24 giảm 31,4% svck xuống 279 tỷ đồng, lãi từ tiền gửi giảm (-25% svck) và khoản lỗ tỷ giá ròng 4,3 tỷ đồng so với khoản lãi tỷ giá ròng 70 tỷ đồng trong Q4/23. Trong khi đó, chi phí BH&QLDN tăng mạnh 59,9% svck lên 1.770 tỷ đồng chủ yếu do chi phí dự phòng 657 tỷ đồng. Những yếu tố này đã gây áp lực lên LN dù doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ, dẫn đến LN ròng Q4/24 giảm 24,9% svck xuống 2.000 tỷ đồng.

LN ròng 2024 thấp hơn dự phóng

Trong năm 2024, doanh thu ròng tăng 15,1% svck đạt 103.500 tỷ đồng, nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ của mảng LPG. Tuy nhiên, LN ròng giảm 10,4% svck xuống 10.400 tỷ đồng, đạt 93% so với dự phóng cả năm, chủ yếu do biên LN gộp thu hẹp 1,8 điểm % và chi phí dự phòng BH&QLDN 1.900 tỷ đồng.

Vị thế tiền mặt vững mạnh đảm bảo lợi suất hấp dẫn.

Sau khi chi trả gần 13.200 tỷ đồng cổ tức tiền mặt trong Q4/24, GAS vẫn duy trì vị thế tiền mặt ròng mạnh ở mức 33.000 tỷ đồng vào cuối năm 2024, đảm bảo thanh khoản dồi dào để hỗ trợ các khoản đầu tư trong tương lai. Công ty liên tục tạo ra dòng tiền và giữ vững nền tảng tài chính mạnh, với tỷ lệ đòn bẩy tài chính ở mức -48% tính đến Q4/2024. Nhờ đó, GAS có thể tiếp tục đầu tư vào các dự án chiến lược, bao gồm hạ tầng LNG và phát triển Block B – Ô Môn.

Hơn nữa, với dòng tiền ổn định và bền vững, GAS có đủ khả năng duy trì mức cổ tức tiền mặt hấp dẫn ở mức 3.500 đồng/cổ phiếu, tương đương lợi suất ~5,1% theo giá thị trường hiện tại—một mức sinh lời hấp dẫn cho nhà đầu tư chú trọng thu nhập.

Hình 5: Phân tích bảng cân đối kế toán

tỷ đồng	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Tiền và tương đương tiền	40.754	42.613	43.920	44.804	33.062
Số ngày phải thu khách hàng	48	51	48	63	61
Số ngày hàng tồn kho	15	15	10	11	15
Số ngày phải trả nhà cung cấp	28	32	28	28	24
Capex	-775	-46	-838	-369	-568
Khấu hao	771	703	608	821	731
Tài sản cố định	19.532	19.160	18.798	18.654	18.222
Nợ ròng/VCSH	-53%	-54%	-56%	-69%	-48%
Dòng tiền từ hoạt động SXKD	3.173	1.637	3.228	2.496	1.344

**Tiền và tương đương tiền bao gồm tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn*
 Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2025-26: Tăng trưởng LNG mạnh bù đắp thách thức ngắn hạn

Hình 6: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Cũ		Mới		%svck		%Δ		Giải thích
		2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	80	75	70	75	70	-6,3%	-6,7%	0,0%	0,0%	
Giá dầu FO Singapore (USD/tấn)	467	415	387	426	398	-8,7%	-6,7%	2,7%	2,7%	
Total gas volume	6.808	6.837	7.042	6.728	7.057	-1,2%	4,9%	-1,6%	0,2%	
Sản lượng khí khô (triệu m3)	6.400	5.885	5.682	5.912	5.697	-7,6%	-3,6%	0,5%	0,3%	
Sản lượng LNG (triệu m3)	408	952	1.360	816	1.360	100,0%	66,7%	-14,3%	0,0%	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo sản lượng LNG năm 2025 do kỳ vọng giá nhập khẩu cao sẽ làm suy yếu nhu cầu, vì kho cảng LNG Thị Vải cũng cung cấp LNG cho khách hàng công nghiệp và một số nhà máy điện khí của EVN, đáng chú ý là Phú Mỹ 3. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì dự báo năm 2026 và kỳ vọng kho cảng sẽ hoạt động hết công suất. NT3/NT4 sẽ bắt đầu vận hành thương mại đầy đủ vào đầu năm 2026 với sản lượng khí ước tính (Qc) đạt 70%. Triển vọng này được củng cố bởi nhu cầu điện tăng mạnh tại Việt Nam, được thúc đẩy bởi tăng trưởng kinh tế, qua đó đòi hỏi sự phụ thuộc lớn hơn vào LNG trong bối cảnh nguồn khí nội địa suy giảm nhanh chóng.
Sản lượng LPG (nghìn tấn) (USD/tấn)	3.100	2.968	3.016	3.029	3.077	-2,3%	1,6%	2,0%	2,0%	
Giá LPG CP (USD/tấn)	609	589	549	571	533	-6,3%	-6,7%	-3,0%	-3,0%	
Doanh thu thuần	103.564	104.502	106.634	101.110	103.525	-2,4%	2,4%	-3,2%	-2,9%	
Lợi nhuận gộp	17.654	17.588	16.875	17.102	16.935	-3,1%	-1,0%	-2,8%	0,4%	
Biên LN gộp (%)	17,0%	16,8%	15,8%	16,9%	16,4%	-0,1 đ %	-0,6 đ %	0,1 đ %	0,5 đ %	
Chi phí BH và QLDN	5.612	4.076	3.839	4.449	3.830	-20,7%	-13,9%	9,2%	-0,2%	Chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí QL&BH năm 2025 để phản ánh các khoản dự phòng tiềm năng cho các khoản phải thu từ khách hàng nhà máy điện.
EBIT	13.156	13.512	13.036	12.653	13.105	-3,8%	3,6%	-6,4%	0,5%	
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	1.076	1.205	1.057	1.233	1.089	14,6%	-11,7%	2,3%	3,0%	
Doanh thu tài chính	1.736	1.801	1.677	1.824	1.860	5,1%	2,0%	1,3%	10,9%	
Chi phí tài chính	660	596	620	591	771	-10,4%	30,4%	-0,8%	24,3%	
LNTT	13.172	14.772	14.149	13.939	14.248	5,8%	2,2%	-5,6%	0,7%	
LN ròng	10.398	11.711	11.217	11.004	11.248	5,8%	2,2%	-6,0%	0,3%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

LN ròng năm 2025 phục hồi nhờ LNG tăng và chi phí QL&BH giảm

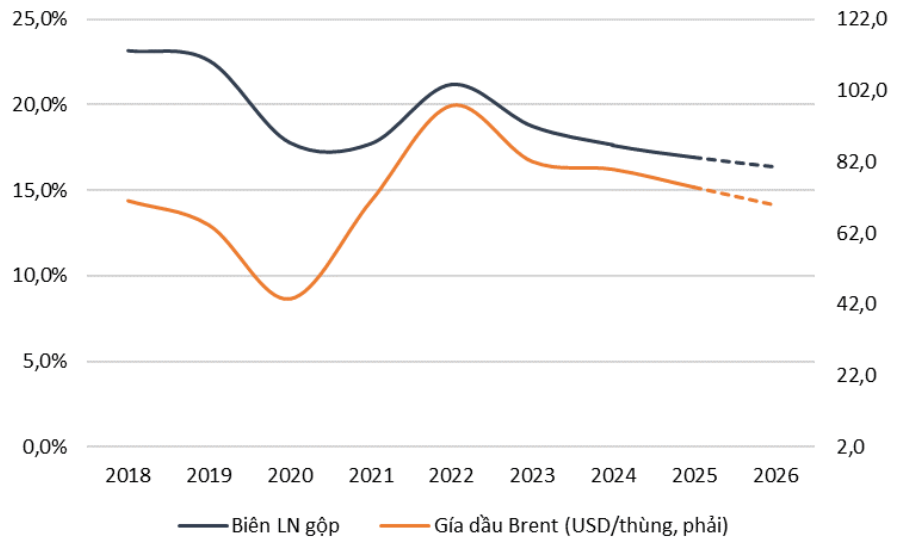
Năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu giảm 2,4% svck, chủ yếu nhờ sản lượng LNG tăng 100% svck khi NT3 đi vào vận hành, nhưng bị ảnh hưởng một phần bởi giá dầu Brent giảm 6,3% và sản lượng khí nội địa giảm 7,6% svck. Về lợi nhuận, LN ròng năm 2025 dự kiến tăng 5,8% svck nhờ đóng góp cao hơn từ LNG và chi phí BH&QLDN giảm, do chi phí trích lập dự phòng dự kiến thấp hơn.

Giá dầu giảm trong bối cảnh áp lực kéo dài ảnh hưởng biên LN gộp

Giá dầu Brent chịu áp lực giảm mạnh do nhiều yếu tố, bao gồm nguồn cung tăng và nhu cầu biến động. OPEC+ dự kiến nâng sản lượng thêm 2,2 triệu thùng/ngày từ tháng 4/2025, đẩy giá xuống mức thấp nhất trong 5 tháng ở 70,60 USD/thùng. Các chuyên gia, bao gồm Wood Mackenzie và Goldman Sachs, dự báo Brent sẽ dao động trong khoảng 73–78 USD/thùng năm 2025 do thị trường dư cung. Ngoài ra, xuất khẩu dầu từ Iraq gia tăng và thuế mới của Mỹ có thể làm suy yếu nhu cầu dầu toàn cầu. Khi tăng trưởng nguồn cung vượt cầu, chúng tôi dự báo giá Brent trung bình sẽ ở mức 70-75 USD/thùng trong giai đoạn 2025-2026.

Mảng khí khô, động lực chính của LN gộp GAS, chịu ảnh hưởng lớn từ biến động giá dầu thô. Giá bán khí khô được liên kết trực tiếp với giá dầu toàn cầu theo công thức: 46% x giá FO Singapore + cước vận chuyển. Giá dầu giảm làm suy giảm doanh thu và đóng góp của mảng này vào kết quả tài chính của công ty. Tác động này càng trầm trọng hơn do chi phí đầu vào tăng khi nguồn khí nội địa giá rẻ dần cạn kiệt, gây áp lực lớn lên biên lợi nhuận. Do đó, chúng tôi dự báo biên LN gộp hợp nhất của GAS sẽ giảm 0,1 điểm % và 0,6 điểm % trong năm 2025-2026.

Hình 7: Biên LN gộp của GAS có thể giảm trong giai đoạn 2025-2026



Nguồn: GAS, BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

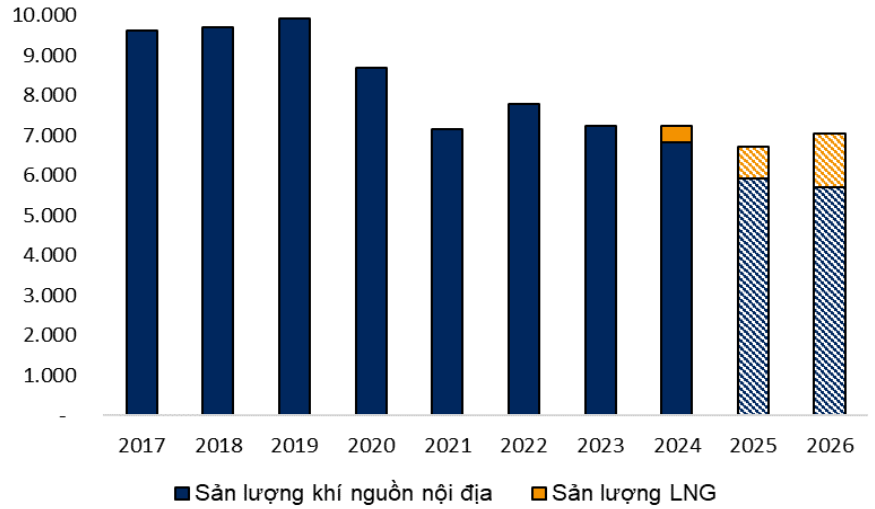
Tăng trưởng LNG bù đắp suy giảm khí nội địa đến khi Lô B vận hành

Thỏa thuận cung cấp LNG 25 năm cho NT3-4 giữa PV GAS và PV Power, ký ngày 02/03/2025, củng cố vị thế của PV GAS là nhà cung cấp LNG dài hạn đầu tiên tại Việt Nam cho ngành điện. Trong khi đó, chúng tôi duy trì kỳ vọng Nhơn Trạch 3 sẽ vận hành thương mại vào giữa năm 2025, tiếp theo là Nhơn Trạch 4 vào đầu năm 2026.

Do đó, GAS đã phần nào đảm bảo sản lượng LNG thông qua hợp đồng GSA mới ký với Nhơn Trạch 3 & 4. Tuy nhiên, giá LNG cao trong năm 2025 có thể kìm hãm nhu cầu, đặc biệt khi GAS không chỉ cung cấp LNG cho Nhơn Trạch 3 & 4 mà còn cho các nhà máy điện khí khác và các khách hàng công nghiệp. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ dự báo sản lượng LNG năm 2025, với kỳ vọng kho LNG Thị Vải hoạt động ở mức 60% công suất thiết kế, thay vì 70% như ước tính trước đây.

Chúng tôi dự báo tổng sản lượng khí tiêu thụ của GAS sẽ giảm 1,2% svck trong năm 2025 trước khi phục hồi 4,9% svck vào năm 2026, nhờ đóng góp mạnh mẽ từ LNG (+100%/+67% svck trong năm 2025-2026) bù đắp cho sự suy giảm nguồn khí nội địa (-7,6%/-3,6% svck trong năm 2025-2026). Theo đó, LNG sẽ chiếm 12,1% và 19,2% tổng sản lượng khí tiêu thụ của GAS trong giai đoạn 2025-2026.

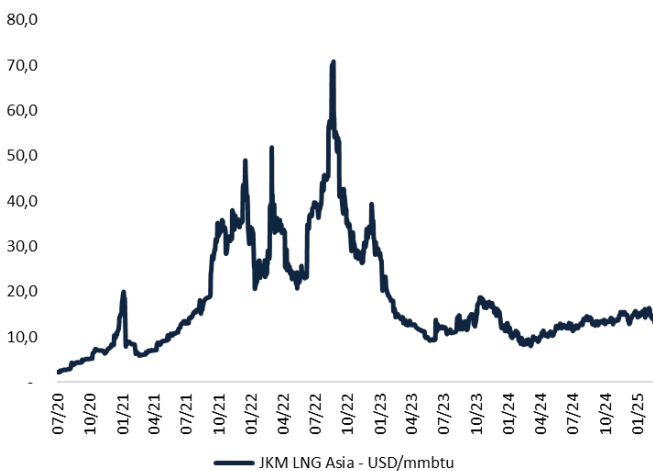
Hình 8: Sản lượng khí của GAS giai đoạn 2017-2026 (Đơn vị: triệu m³)



Nguồn: GAS, VNDIRECT RESEARCH

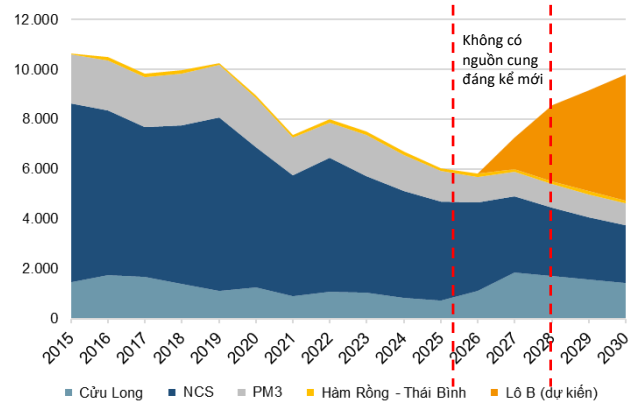
Về dài hạn, nhu cầu điện gia tăng và nguồn khí nội địa suy giảm nhấn mạnh sự cần thiết của điện khí LNG tại Việt Nam. Khi chưa có mô khí lớn nào thay thế trước năm 2027 và Lô B dự kiến cung cấp khí đầu tiên vào Q3/27, Việt Nam đối mặt với thiếu hụt nguồn cung trong ngắn và trung hạn, làm gia tăng rủi ro thiếu điện, đặc biệt trong mùa cao điểm. Chúng tôi kỳ vọng giá LNG sẽ giảm dần từ năm 2026 nhờ nguồn cung toàn cầu tăng mạnh trong ba năm kể từ 2026. Xu hướng này hỗ trợ quá trình chuyển đổi LNG của Việt Nam, củng cố triển vọng dài hạn tích cực và tạo điều kiện cho GAS duy trì tăng trưởng sản lượng khí tiêu thụ.

Hình 9: Giá LNG từ năm 2020 đến nay (Đơn vị: USD/MMBtu)



Nguồn: BLOOMBERG

Hình 10: Nguồn cung khí nội địa dự kiến sẽ giảm mạnh trong 2-3 năm tới (Đơn vị: triệu m³)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng (đặc biệt tại khu vực Đông Nam Bộ), PV GAS đang đẩy nhanh mở rộng Giai đoạn 2 Kho cảng LNG Thị Vải, nâng công suất từ 1 triệu lên 3 triệu tấn/năm vào năm 2029. Từ 2026 đến 2029, PV GAS cũng có kế hoạch vận hành FSRU tại Kho cảng PVGas Vũng Tàu, nâng tổng công suất tái hóa khí lên 22 triệu Sm³/ngày. Những mở rộng này sẽ củng cố nguồn cung LNG cho các nhà máy điện.

Có khả năng trích lập dự phòng ghi trong 2025 nhưng thấp hơn 2024

Năm 2024, GAS ghi nhận 1.900 tỷ đồng chi phí trích lập dự phòng, chủ yếu liên quan đến nợ khó đòi từ POW, PGV (Genco 3) và các nhà máy điện BOT Phú Mỹ 2.2 và 3. Đến cuối năm 2024, tổng dư nợ xấu từ khách hàng đã tăng lên 5.400 tỷ đồng từ 1.700 tỷ đồng vào cuối năm 2023, phản ánh những khó khăn trong hợp đồng với các khách hàng điện.

Chúng tôi cho rằng GAS có thể phải trích lập thêm dự phòng trong năm 2025 do những vấn đề trong năm 2024 có thể bị kéo dài. Mặc dù tình hình tài chính cải thiện của EVN có thể giúp giảm bớt nợ xấu trong các khoản phải thu, nhưng một số vấn đề tranh chấp chưa được giải quyết có thể vẫn đòi hỏi chi phí trích lập bổ sung. Tranh chấp liên quan đến phí vận chuyển với NT2 tiếp tục là một trong những mối lo ngại, do chưa có lộ trình giải quyết rõ ràng. Ngoài ra, nợ xấu từ Mekong Energy và BOT Phú Mỹ 3 đã tăng lên 2.050 tỷ đồng, kéo theo chi phí trích lập dự phòng lên 804 tỷ đồng do điều chỉnh giá bán trong năm 2024. Mặc dù GAS đang đàm phán với cơ quan quản lý để điều chỉnh hợp đồng mua bán khí liên quan đến đơn giá bán khí mới, nhưng việc chưa có giải pháp rõ ràng ngay lập tức cho thấy vẫn có thể phải ghi nhận trích lập dự phòng trong ngắn hạn.

Với các khoản nợ khó đòi này, chúng tôi dự báo GAS sẽ tiếp tục trích lập dự phòng trong năm 2025, nhưng ở mức thấp hơn so với năm 2024. Điều này nhờ vào việc EVN đã cải thiện tình hình tài chính và quay lại có lãi trong năm 2024, đánh dấu sự phục hồi mạnh mẽ sau các khoản lỗ lớn giai đoạn 2022-2023.

Tuy nhiên, do chưa có đầy đủ thông tin đầy đủ về các khoản, chúng tôi chưa đưa việc hoàn nhập dự phòng vào mô hình dự phóng. Nếu doanh nghiệp được thực hiện, điều này có thể là yếu tố hỗ trợ tích cực cho GAS.

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 78.400 đồng/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 7,7% xuống 78.400 đồng, dựa trên phương pháp định giá DCF và hệ số P/E với trọng số bằng nhau, do: 1) hạ dự báo EPS năm 2025-26; và 2) tăng WACC từ 8,7% lên 9,4% khi nâng lãi suất phi rủi ro từ 2,66% lên 3% (dựa trên lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm vào cuối năm 2024) và tăng phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu từ 7,8% lên 8,4% theo mô hình Damodaran tháng 1/2025.

Hình 11: Giá mục tiêu

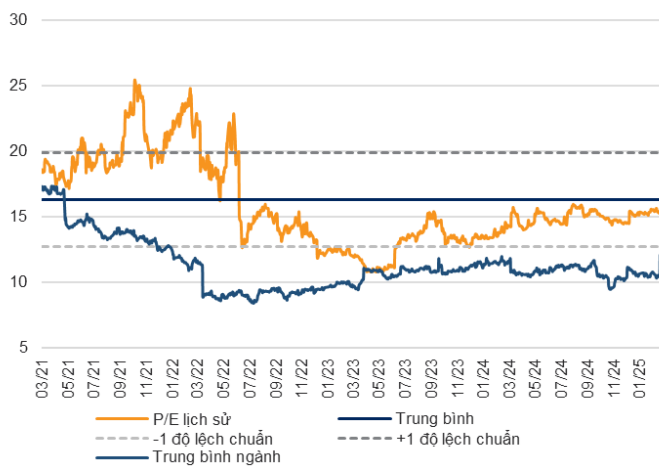
Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
DCF	79.360	50%	39.680
P/E mục tiêu 2025 là 16,5x	77.501	50%	38.751
Giá mục tiêu			78.431
Giá mục tiêu (làm tròn)			78.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Giá dầu giảm gần đây khiến cổ phiếu GAS trở nên hấp dẫn hơn để tích lũy. Hệ số P/E dự phóng năm 2025 của GAS hiện ở mức 14,5x, thấp hơn 14% so với mức trung bình 5 năm.

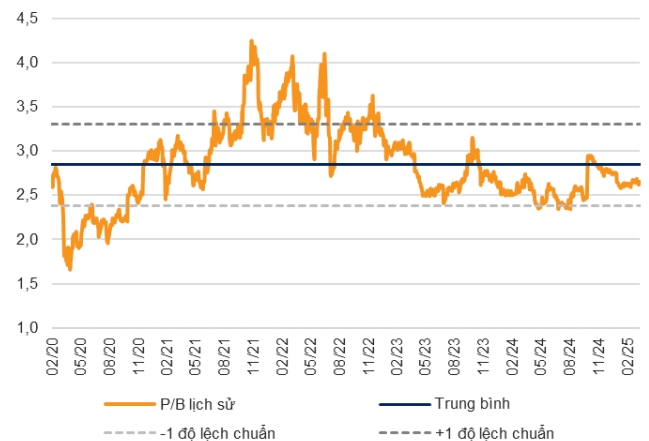
Hơn nữa, chúng tôi cho rằng GAS xứng đáng được giao dịch với mức định giá cao hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực nhờ vào: 1) vị thế độc quyền tại Việt Nam; 2) khả năng sinh lời vượt trội so với các đối thủ; và 3) triển vọng kinh doanh mạnh mẽ nhờ đóng góp từ mảng LNG và việc triển khai dự án Lô B – Ô Môn.

Hình 12: P/E của GAS. GAS luôn được giao dịch với mức định giá cao hơn so với mức P/E trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực nhờ vị thế độc quyền và khả năng sinh lời vượt trội



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: P/B của GAS



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	0,8
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%
Chi phí VCSH	9,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: WACC và tốc độ tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	60.248
Nợ	3.225
Chi phí nợ	6,0%
Mức thuế	20,0%
WACC	9,4%
Tăng trưởng dài hạn	1,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Định giá DCF - Tóm tắt dòng tiền tự do

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030
DT thuần	101.110	103.525	106.563	119.537	125.545	128.475
% svck	-2,4%	2,4%	2,9%	12,2%	5,0%	2,3%
COGS & OPEX	(88.456)	(90.420)	(94.143)	(103.471)	(107.014)	(109.964)
EBIT	12.653	13.105	12.420	16.066	18.531	18.511
Biên LN hoạt động KD	12,5%	12,7%	11,7%	13,4%	14,8%	14,4%
Thuế khả dụng	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%
EBIT * (1-mức thuế)	10.173	10.536	9.986	12.917	14.898	14.883
+ Chi phí khấu hao	3.311	3.900	4.445	4.685	5.476	2.157
% doanh thu	3,3%	3,8%	4,2%	3,9%	4,4%	1,7%
- CapEx	(5.316)	(8.585)	(8.352)	(3.937)	(3.014)	(3.146)
% doanh thu	-5,3%	-8,3%	-7,8%	-3,3%	-2,4%	-2,4%
+ Thay đổi vốn lưu động	5.095	(100)	(182)	60	(123)	(804)
% doanh thu	5,0%	-0,1%	-0,2%	0,1%	-0,1%	-0,6%
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.286	1.143	548	503	646	868
% doanh thu	1,3%	1,1%	0,5%	0,4%	0,5%	0,7%
Dòng tiền tự do (UFCF)	14.549	6.895	6.444	14.227	17.883	13.956

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Phân tích độ nhạy cho định giá DCF

Tăng trưởng dài hạn	Cơ sở	WACC (%)				
		Cơ sở				
		8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%
0,5%	82.151	77.833	74.002	70.579	67.504	
1,0%	85.522	80.737	76.522	72.781	69.440	
1,5%	89.379	84.031	79.360	75.245	71.592	
2,0%	93.836	87.801	82.579	78.019	74.000	
2,5%	99.044	92.156	86.264	81.166	76.712	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: So sánh ngành phân phối khí

Công ty	Mã CK hiện tại (nội tệ)	Giá hiện tại (USD)	Vốn hóa (tr. USD)	Tăng trưởng DT (%)		Tăng trưởng EPS (%)		P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
				2025	2026	2025	2026	TTM	Hiện tại	2025	2026	2025	2026		
PTT PCL	PTT TB	29,75	25.307	6,9%	1,9%	17,6%	4,8%	9,4	8,1	0,7	0,7	8,5%	8,5%	3,5%	3,6%
Indraprastha Gas Ltd	IGL IN	190,4	3.079	-3,8%	9,2%	-16,2%	10,0%	13,4	14,7	2,8	2,3	16,0%	16,0%	10,6%	11,0%
China Gas Holdings Ltd	384 HK	7,3	5.133	7,0%	2,5%	29,5%	9,8%	12,6	9,3	0,7	0,7	6,9%	7,4%	2,6%	2,8%
Toho Gas Co Ltd	9533 JP	4.136	2.908	3,5%	0,6%	1,7%	-5,4%	17,9	17,1	0,9	0,8	5,5%	4,1%	N/A	N/A
Gas Malaysia Bhd	GMB MK	4,2	1.213	9,0%	3,9%	-0,7%	1,7%	12,2	12,7	3,6	3,1	26,7%	25,8%	12,2%	11,9%
<i>Trung bình</i>				4,5%	3,6%	6,4%	4,2%	11,9	11,3	1,6	1,4	12,6%	12,5%	7,2%	7,4%
PV GAS	GAS VN	69.100	6.341	-2,4%	2,4%	5,8%	2,2%	15,7	14,4	2,7	2,9	16,9%	16,2%	11,7%	10,3%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (Dữ liệu ngày 18/03/2025)

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Các yếu tố tiềm năng tăng giá: 1) giá dầu toàn cầu cao hơn dự phóng; và 2) khả năng hoàn nhập dự phòng.
- Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) sản lượng khí khô và LNG thấp hơn dự báo; và 2) chi phí dự phòng cao hơn kỳ vọng.

Báo cáo kết quả HĐKD							
(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Doanh thu thuần	64.135	78.992	100.724	89.954	103.564	101.110	103.525
Giá vốn hàng bán	(52.729)	(65.007)	(79.409)	(73.029)	(85.910)	(84.008)	(86.589)
Lợi nhuận gộp	11.406	13.986	21.315	16.925	17.654	17.102	16.935
Chi phí QLDN	(769)	(1.479)	(1.075)	(1.475)	(3.197)	(2.022)	(1.656)
Chi phí bán hàng	(1.943)	(2.133)	(2.440)	(2.544)	(2.415)	(2.427)	(2.174)
Lợi nhuận hoạt động	8.694	10.374	17.799	12.906	12.042	12.653	13.105
EBITDA thuần	11.248	13.447	20.822	15.957	14.905	15.964	17.005
Chi phí khấu hao	2.554	3.073	3.023	3.051	2.863	3.311	3.900
LN hoạt động trước thuế và lãi vay	8.694	10.374	17.799	12.906	12.042	12.653	13.105
Thu nhập tài chính	1.451	1.187	1.568	2.273	1.737	1.824	1.860
Chi phí tài chính	(169)	(403)	(671)	(587)	(660)	(591)	(771)
Thu nhập ròng khác	14	32	78	20	16	15	16
Thu nhập từ công ty LDLK	(11)	15	32	27	38	37	38
Lợi nhuận trước thuế	9.978	11.205	18.806	14.640	13.173	13.939	14.248
Thuế	(2.006)	(2.353)	(3.740)	(2.846)	(2.582)	(2.732)	(2.793)
Lợi nhuận ròng	7.855	8.673	14.798	11.606	10.399	11.004	11.248
LN ròng sau điều chỉnh	7.855	8.673	14.798	11.606	10.399	11.004	11.248

Bảng cân đối kế toán							
(Tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22A	12-23A	12-24A	12-25E	12-26F
Tiền & tương đương tiền	5.237	5.300	10.549	5.669	5.649	13.142	14.104
Đầu tư tài chính ngắn hạn	21.613	24.800	23.726	35.085	27.413	27.687	27.964
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.239	16.920	16.191	16.865	19.104	17.266	18.152
Hàng tồn kho	1.663	3.241	4.102	3.945	4.599	4.037	4.033
Tài sản ngắn hạn khác	720	1.133	1.082	654	531	519	531
Tổng tài sản ngắn hạn	39.472	51.395	55.652	62.218	57.296	62.650	64.783
Tài sản cố định	19.774	18.098	16.370	19.532	18.222	20.227	24.911
Tổng đầu tư	379	400	406	398	400	400	400
Tài sản dài hạn khác	3.421	8.687	10.067	5.288	5.445	5.445	5.445
Tổng tài sản dài hạn	63.208	78.768	82.663	87.754	81.894	89.253	96.070
Nợ vay ngắn hạn	1.017	485	45	1.605	935	845	923
Phải trả người bán	2.677	6.631	6.652	7.138	6.096	6.043	6.513
Phải trả ngắn hạn khác	5.827	9.341	5.663	6.110	7.280	10.111	10.352
Tổng phải trả ngắn hạn	9.749	16.561	12.488	14.972	14.582	17.264	18.059
Nợ vay dài hạn	1.964	7.510	6.038	4.271	2.290	3.427	5.317
Phải trả dài hạn khác	1.996	2.504	2.963	3.213	3.451	3.451	3.451
Vốn điều lệ	19.140	19.140	19.140	22.967	23.427	23.427	23.427
Lợi nhuận giữ lại	10.029	10.487	19.241	16.880	9.553	13.033	17.132
Vốn chủ sở hữu	49.500	52.193	61.174	65.299	61.571	65.111	69.243
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.064	1.098	1.316	1.250	1.323	1.383	1.416
Tổng nợ và VCSH	63.208	78.768	82.663	87.754	81.894	89.253	96.070

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ							
(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Lợi nhuận trước thuế	9.978	11.205	18.806	14.640	13.173	13.939	14.248
Khấu hao	2.554	3.073	3.023	3.051	2.863	3.311	3.900
Thuế đã nộp	(2.090)	(2.275)	(3.452)	(3.134)	(2.632)	(2.732)	(2.793)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(1.405)	(3.705)	(4.023)	1.014	(4.724)	5.095	(100)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	7.330	7.595	12.792	13.226	8.705	18.212	14.103
Đầu tư tài sản cố định	(4.174)	(4.747)	(2.010)	(1.769)	(1.822)	(5.316)	(8.585)
Thu từ TL, nhượng bán tài sản cố định	27	181	1	1	0	0	0
Các khoản khác	0	0	0	0	8.981	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	1.913	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	99	(6.755)	265	(10.647)	7.979	(3.568)	(6.910)
Thu từ phát hành CP, nhận góp VCSH	0	0	118	0	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	182	5.091	(2.045)	(344)	(2.740)	1.048	1.968
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(6.850)	(5.865)	(5.882)	(7.122)	(13.971)	(8.199)	(8.199)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(6.668)	(774)	(7.809)	(7.465)	(16.711)	(7.152)	(6.232)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	4.476	5.237	5.300	10.549	5.669	5.649	13.142
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	761	65	5.248	(4.887)	(27)	7.493	961
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	5.237	5.300	10.549	5.669	5.649	13.142	14.104

Chỉ số tài chính							
Chỉ số định giá	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
EPS (VND)	4.104,1	4.531,4	7.731,8	5.053,3	4.438,9	4.697,0	4.801,1
Price Earnings	18,2	19,3	11,9	14,1	15,7	17,8	17,4
PEG 1 năm	N/A	1,8	0,2	N/A	N/A	3,1	7,9
EV/EBIT	17,1	18,0	8,4	13,1	14,2	15,8	15,4
EV/EBITDA	13,2	13,9	7,2	10,6	11,5	12,6	11,9
P/S	2,2	2,0	1,7	1,8	1,6	1,9	1,9
P/B	2,9	3,1	2,9	2,5	2,7	3,1	2,9
Tỷ suất cổ tức	4,8%	3,4%	4,0%	4,5%	8,6%	4,2%	4,2%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	87,2%	67,6%	39,7%	61,4%	134,4%	74,5%	72,9%
Chỉ số tăng trưởng	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Tăng trưởng doanh thu	-14,5%	23,2%	27,5%	-10,7%	15,1%	-2,4%	2,4%
Tăng trưởng LN gộp	-32,6%	22,6%	52,4%	-20,6%	4,3%	-3,1%	-1,0%
Tăng trưởng LN ròng	-34,0%	10,4%	70,6%	-21,6%	-10,4%	5,8%	2,2%
Tăng trưởng EPS	-34,0%	10,4%	70,6%	-34,6%	-12,2%	5,8%	2,2%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Biên LN gộp	17,8%	17,7%	21,2%	18,8%	17,0%	16,9%	16,4%
Biên EBITDA	17,5%	17,0%	20,7%	17,7%	14,4%	15,8%	16,4%
Biên LN hoạt động	15,5%	14,1%	18,6%	16,3%	12,7%	13,8%	13,7%
Biên LN ròng	12,2%	11,0%	14,7%	12,9%	10,0%	10,9%	10,9%
ROAA	12,5%	12,2%	18,3%	13,6%	13,2%	14,0%	14,0%
ROAE	15,9%	17,1%	26,1%	17,3%	19,5%	19,3%	19,3%
Chỉ số đòn bẩy	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	85,9	34,1	52,8	38,0	37,8	34,5	25,4
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	2,6	2,7	8,9	7,6	7,0	2,8	1,9
Nợ vay / Vốn	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Nợ vay / VCSH	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ vay ròng / VCSH	(0,0)	0,1	(0,1)	0,0	(0,0)	(0,1)	(0,1)
Chỉ số thanh khoản	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Vòng quay tổng tài sản	1,0	1,1	1,2	1,1	1,2	1,2	1,1
Vòng quay khoản phải thu	6,2	5,8	6,1	5,4	5,8	5,6	5,8
Số ngày phải thu	58,6	62,7	60,0	67,1	63,4	65,6	62,4
Vòng quay khoản phải trả	23,0	14,3	12,1	10,6	13,1	13,7	13,8
Số ngày phải trả	15,9	25,5	30,2	34,5	27,9	26,5	26,5
Vòng quay hàng tồn kho	32,6	26,5	21,6	18,2	20,1	19,5	21,5
Số ngày tồn kho	11,2	13,8	16,9	20,1	18,1	18,8	17,0
Hệ số thanh toán hiện hành	4,0	3,1	4,5	4,2	3,9	3,6	3,6
Hệ số thanh toán nhanh	3,8	2,8	4,0	3,8	3,6	3,4	3,3

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng

Email: hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Hằng – Chuyên viên phân tích

Email: hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>