

## Tổng Công ty Khí Việt Nam (HSX: GAS)

- Giai đoạn 2024 - 2025, sản lượng khí khô của GAS có thể suy giảm tương ứng 10.8% - 2.0% svck do thiếu khí ở các mỏ trong khi tỷ trọng đóng góp của kinh doanh LNG chưa cao (dự phóng ở mức 2.2% - 8.4% tổng doanh thu 2024 - 2025).
- Chúng tôi dự báo LN ròng giảm 2.8% svck trong 2024 do thiếu khí nhưng sẽ tăng 6.7% svck trong 2025 do tỷ trọng đóng góp của LNG cải thiện.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** với định giá 81,900 đồng/cp (+10.3% so với giá đóng cửa ngày 23/4/2024).

### Triển vọng năm 2024 chưa thực sự khả quan do rủi ro thiếu khí

Bước sang năm 2024, GAS gặp rủi ro thiếu khí lớn do các mỏ khí giá rẻ đang khai thác hiện tại có dấu hiệu cạn kiệt, Lô 06.1 thuộc bể Nam Côn Sơn có thể ngừng khai thác, trong khi các mỏ khí mới chưa kịp triển khai và chỉ có thể ghi nhận dòng khí đầu tiên kể từ năm 2026. Chúng tôi ước tính sản lượng khí khô năm 2024-2025 của GAS lần lượt đạt mức 6.45 tỷ m<sup>3</sup> (-10.8% svck) và 6.32 tỷ m<sup>3</sup> (-2% svck)

### Tỷ trọng đóng góp của LNG trong 2024 chưa cao và sẽ cải thiện trong 2025

Về việc kinh doanh khí tự nhiên hóa lỏng (LNG), chúng tôi cho rằng sản lượng LNG sẽ chưa tăng mạnh trong 2024 khi Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 có thể chậm tiến độ và sẽ hoạt động lần lượt kể từ Q1/2025 và Q4/2025. Chúng tôi giả định sản lượng LNG của GAS trong giai đoạn 2024-2025 lần lượt là 107 nghìn tấn và 480 nghìn tấn, tương đương 10.7% và 48.0% công suất bồn chứa LNG Thị Vải giai đoạn 1, đóng góp lần lượt 2.2% và 8.4% tổng doanh thu của GAS trong hai năm này.

### Điều chỉnh dự phóng 2024 - 2025

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của GAS sẽ giảm 2.8% svck trong 2024 do thiếu khí nhưng sẽ tăng 6.7% svck trong 2025 do tỷ trọng đóng góp của LNG cải thiện. Dự báo này lần lượt thấp hơn 2.9% và 3.4% so với dự báo cũ của chúng tôi, chủ yếu do giảm sản lượng khí khô và LNG dự kiến (giả định các nhà máy điện NT3 và NT4 đi vào hoạt động chậm hơn 1 quý so với dự kiến ban đầu); tuy nhiên chúng tôi cũng điều chỉnh dự phóng giá dầu năm 2025 lên 83 USD/thùng (từ 80 USD/thùng trước đó) do vấn đề nguồn cung thắt chặt có thể kéo dài hơn. Giá dầu cao có thể hỗ trợ giá bán khí của GAS, từ đó bù đắp phần nào sự sụt giảm của sản lượng trong 2024-2025 trước khi đón khí từ các mỏ mới.

### Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 81,900 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF và P/E để đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu GAS là 81,900 VND/cp. Chúng tôi cho rằng mặc dù gặp rủi ro thiếu khí trong ngắn hạn, GAS vẫn sẽ là lựa chọn phù hợp với nhà đầu tư có tầm nhìn trung hạn nhờ vị thế đầu ngành khí Việt Nam, tầm quan trọng trong công cuộc chuyển đổi sang điện khí LNG và chính sách trả cổ tức đều đặn bằng tiền mặt (dự kiến tỷ suất cổ tức năm 2024 ở mức 3.4%).

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	100,724	89,954	87,426	93,298
Lợi nhuận ròng	14,798	11,606	11,327	12,157
Tăng trưởng doanh thu thuần	27.5%	-10.7%	-2.8%	6.7%
Tăng trưởng LN ròng	70.6%	-21.6%	-2.4%	7.3%
Biên LN gộp	21.2%	18.8%	18.4%	18.3%
Biên EBITDA	22.0%	20.0%	20.7%	20.6%
ROAE	26.7%	18.7%	17.0%	16.7%
ROAA	18.3%	13.6%	12.6%	12.5%
EPS (VND/cổ phiếu)	7,732	5,513	4,932	5,293
BVPS (VND/cổ phiếu)	31,274	27,887	30,248	32,976

Nguồn: GAS, MBS dự phóng và tổng hợp

### TRUNG LẬP

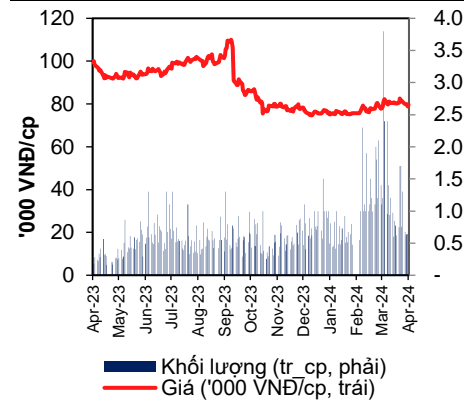
Định giá **VND 81,900**

Tiềm năng tăng giá 10.3%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

➤ Điều chỉnh EPS 2024-2025 thấp hơn 2.9% - 3.4% so với dự báo cũ

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	74,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	91,718
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73,593
Vốn hóa (tỷ VND)	183,050
P/E (TTM)	13.5
P/B	2.7
Tỷ suất cổ tức (%)	3.4%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	2.4%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	95.76%
Khác	4.24%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích

Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

# Tổng Công ty Khí Việt Nam (HSX: GAS)

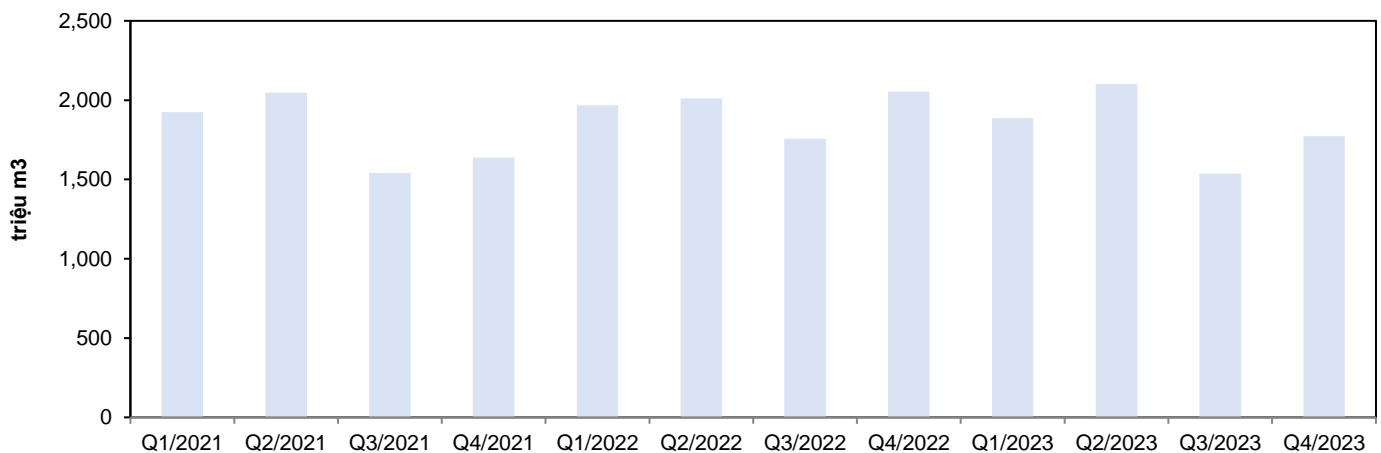
## Kết quả kinh doanh 2023: Giảm từ mức nền cao của năm 2022

Hình 1: Kết quả kinh doanh Q4/2023 và ước tính cả năm 2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q4/2023	Tăng svck (%)	Tăng sv quý trước (%)	2023	Tăng svck (%)	Sv dự phóng cũ	Đánh giá
Giá dầu Brent (USD/thùng)	82.9	-7%	-4%	82.2	-17%		Mặc dù được hỗ trợ bởi nguồn cung thắt chặt, giá dầu vẫn giảm từ mức đỉnh năm 2022 (năm xảy ra xung đột Nga-Ukraine) do nhu cầu chưa tăng mạnh.
Giá dầu HSFO Singapore (USD/'000 MT)	446	20%	-12%	445	-10%		
Sản lượng khí khô ước tính (triệu m3)	1,673	-19%	9%	7,225	-7%		
Sản lượng LPG kinh doanh ước tính (triệu m3)	640	32%	-17%	2,500	22%		Sản lượng LPG kinh doanh đạt mức cao nhất 5 năm gần đây
Doanh thu	22,571	2%	2%	89,954	-10.7%	98.5%	
Lợi nhuận gộp	4,058	-17%	10%	16,925	-20.6%	99.4%	
Biên lợi nhuận gộp	18.0%	-4.1 điểm %	1.3 điểm %	18.8%	-2.3 điểm %	+ 0.2 điểm %	Giảm từ mức nền cao của năm 2022 do: (1) Giá dầu giảm kéo theo giá bán khí có thể giảm; (2) Các nguồn khí đầu vào giá rẻ đang dần cạn kiệt.
Chi phí quản lý & bán hàng	1,106	7%	11%	4,019	14.3%	119%	
% chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu	4.9%	0.2 điểm %	0.4 điểm %	4.5%	1 điểm %	+ 0.8 điểm %	
Doanh thu tài chính	544	11%	-8%	2,273	45%	118.5%	Giá trị đầu tư ngắn hạn tại thời điểm cuối năm 2023 tăng 48% svck
Chi phí tài chính	138	-25%	-51%	587	-13%	106.3%	Tổng nợ vay tương đương cùng kỳ nhưng nợ vay ngắn hạn tăng mạnh.
LNTT	3,365	-19%	12%	14,640	-22%	96.8%	
Thuế TNDN	589	-29%	-3%	2,846	-24%	96.5%	
LNST	2,776	-17%	15%	11,793	-22%	96.9%	
Lợi nhuận ròng	2,723	-16%	15%	11,606	-22%	97.3%	Suy giảm từ mức nền cao kỷ lục của năm 2022 do ảnh hưởng bởi cả sản lượng và giá bán khí.

Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 2: Sản lượng khí khô của GAS theo quý đang có dấu hiệu suy giảm



Nguồn: GAS, MBS Research

## Triển vọng năm 2024-25 chưa thực sự khả quan do thiếu khí trong khí tỷ trọng đóng góp của LNG còn thấp

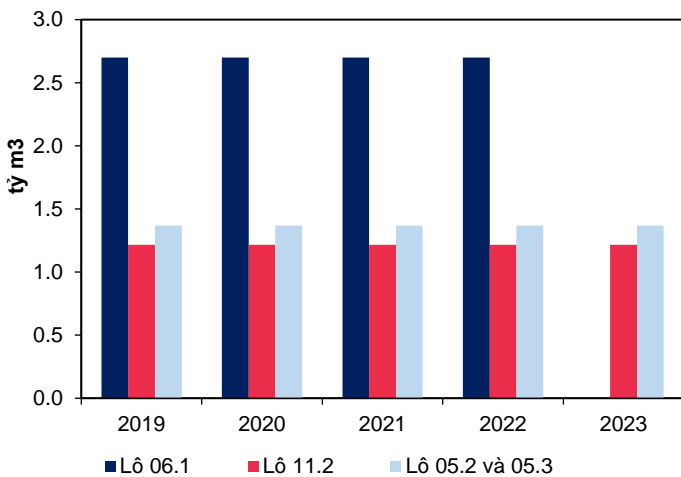
### Rủi ro thiếu khí đầu vào khi các mỏ khí mới chưa kịp khai thác

Như chúng tôi đã đề cập tại một số báo cáo trước đó, trong năm 2024, GAS có thể gặp khó khăn về sản lượng khí tự nhiên đầu vào khi các mỏ khí chủ lực đang khai thác hiện tại đã bước vào giai đoạn suy giảm tự nhiên. Trong đó, sản lượng tại Lô 06.1 (bao gồm các mỏ khí Lan Tây, Lan Đỏ) thuộc bể khí Nam Côn Sơn đã suy giảm từ mức 2.1 tỷ m<sup>3</sup> năm 2021 xuống còn 0.9 tỷ m<sup>3</sup> năm 2023 và sẽ tạm dừng khai thác vào năm 2024 nếu không có công tác thăm dò, khai thác mới. Tại ngày 31/12/2023, GAS cũng đã không còn ghi nhận cam kết sản lượng mua khí tối thiểu đối với chủ khí Lô 06.1 như các năm trước đó.

Một số dự án khai thác khí trong nước đang được triển khai như Lô B (dự kiến cung cấp khoảng 5.06 tỷ m<sup>3</sup> khí mỗi năm trong giai đoạn bình ổn), Sư Tử Trắng 2B (dự kiến cung cấp khoảng 1.29 tỷ m<sup>3</sup> khí mỗi năm trong giai đoạn bình ổn); bên cạnh đó Dự án đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2 – giai đoạn 2 (thu gom và vận chuyển khí Sư Tử Trắng về bờ) cũng đã hoàn thành; tuy nhiên chúng tôi cho rằng dòng khí đầu tiên của hai dự án này sẽ chỉ được khai thác vào giai đoạn 2026-2027. Điều này đồng nghĩa với việc trong giai đoạn 2024-2025, sản lượng khí đầu vào của GAS vẫn có khả năng giảm mạnh so với năm 2023, mặc dù có thể nhận được hỗ trợ từ một số bể khí nhỏ khác. Ngoài ra, các nguồn khí cấp mới có sẽ có giá khí cao hơn và chiếm tỷ trọng lớn, trong khi tỷ trọng các nguồn khí giá rẻ (từ bể Cửu Long, Nam Côn Sơn) đang giảm mạnh.

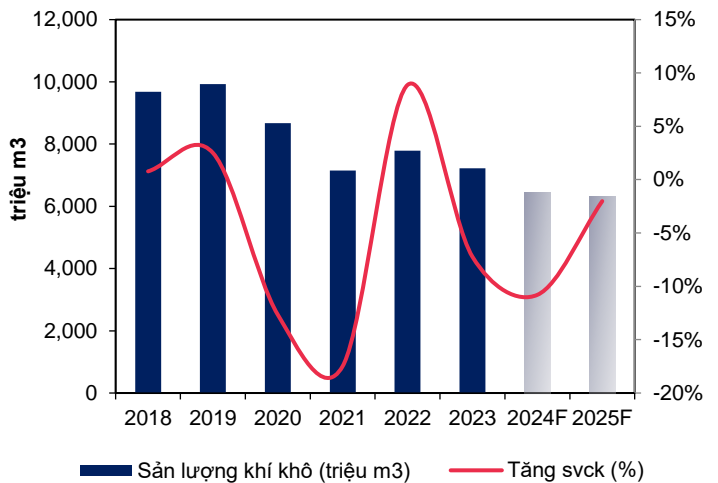
Trong năm 2024, GAS đặt kế hoạch sản lượng khí khô sản xuất và tiêu thụ (bao gồm LNG) là 6.3 tỷ m<sup>3</sup>, tức là giảm 12.5% so với thực hiện năm 2023 (khoảng 7.2 tỷ m<sup>3</sup>). Chúng tôi dự phóng sản lượng khí khô sản xuất của GAS trong giai đoạn 2024-2025 ở mức 6.45 tỷ m<sup>3</sup> và 6.32 tỷ m<sup>3</sup>, tương ứng giảm 10.8% và 2.0% so với thực hiện cùng kỳ năm trước.

Hình 3: Sản lượng mua khí tối thiểu cam kết với chủ khí của các lô



Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 4: Sản lượng khí khô sản xuất và tiêu thụ dự kiến của GAS



Nguồn: GAS, MBS Research dự phóng

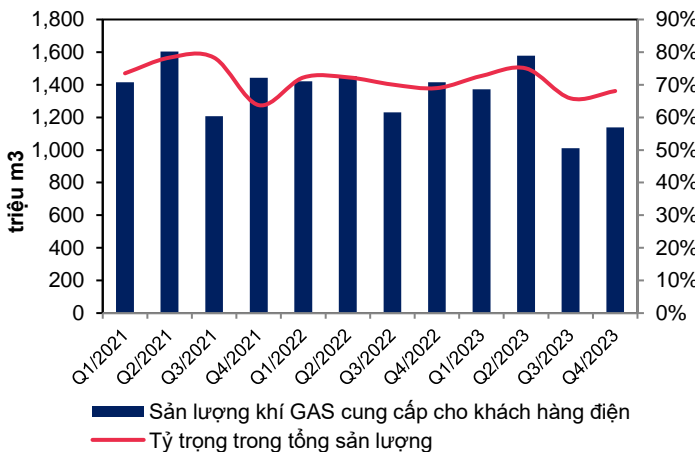
### Tỷ trọng đóng góp của LNG vào KQKD còn thấp

Khi nguồn cung khí nội địa sụt giảm ngắn hạn, khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) nhập khẩu được kỳ vọng sẽ giúp GAS cung cấp bổ sung cho khách hàng trong nước, đặc biệt là khách hàng điện. Sau chuyến tàu đầu tiên chở 70 nghìn tấn LNG về Việt Nam (tháng 7/2023), GAS đã tiếp tục nhập khẩu chuyến LNG thứ 2 với sản

lượng 70 nghìn tấn vào ngày 11/4/2024 vừa qua. Toàn bộ sản lượng LNG này sẽ được cung cấp cho Nhà máy Nhiệt điện Phú Mỹ 3 (thuộc EVN) trong giai đoạn tháng 4 – tháng 5 năm 2024 để bổ sung điện cho hệ thống.

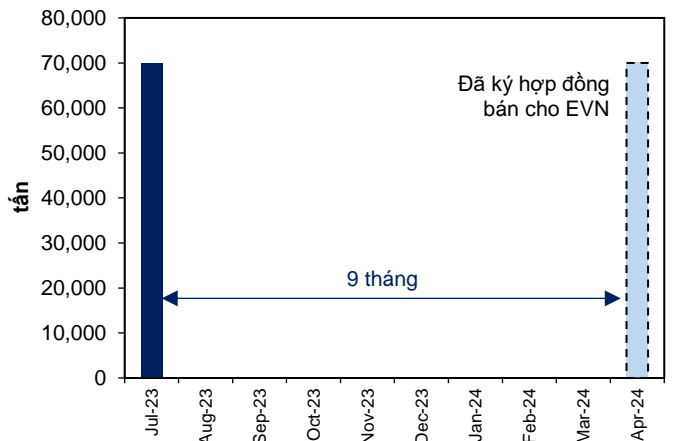
Việc phát triển điện khí LNG là cần thiết cho an ninh năng lượng trong nước, do đó việc cung cấp LNG cũng sẽ là động lực tăng trưởng của GAS trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản lượng LNG kinh doanh của GAS trong năm 2024 vẫn chưa có bước tiến đáng kể do: (1) Rủi ro chậm tiến độ từ hai khách hàng chính của kho cảng LNG Thị Vải là Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 vì các vấn đề liên quan đến đàm phán các hợp đồng GSA, PPA và chậm xây dựng cụm trạm biến áp; (2) Cơ chế bán LNG cho sản xuất điện chưa được cấp thẩm quyền phê duyệt. Theo đó, chúng tôi cho rằng Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 sẽ đi vào hoạt động trong Quý 1/2025, Nhà máy điện Nhơn Trạch 4 sẽ đi vào hoạt động trong Quý 4/2025, tức là chậm hơn 1 quý so với kế hoạch của doanh nghiệp. Chúng tôi dự phóng sản lượng LNG kinh doanh của GAS trong giai đoạn 2024-2025 sẽ lần lượt ở mức 107 nghìn tấn và 480 nghìn tấn; đồng thời giả định giá bán khí cho khách hàng (sau tái hóa khí và vận chuyển) năm 2024 ở mức xấp xỉ 13.9 USD/mmBtu. Theo đó, doanh thu từ kinh doanh LNG có thể đóng góp lần lượt 2.2% - 8.4% vào tổng doanh thu của GAS, lợi nhuận gộp từ kinh doanh LNG có thể đóng góp 1.1% - 7.0% vào tổng lợi nhuận gộp của GAS trong giai đoạn 2024 - 2025.

Hình 5: Sản lượng khí cung cấp cho các nhà máy điện của GAS đang có xu hướng giảm, do đó cung cấp LNG cho các NMD này là cần thiết



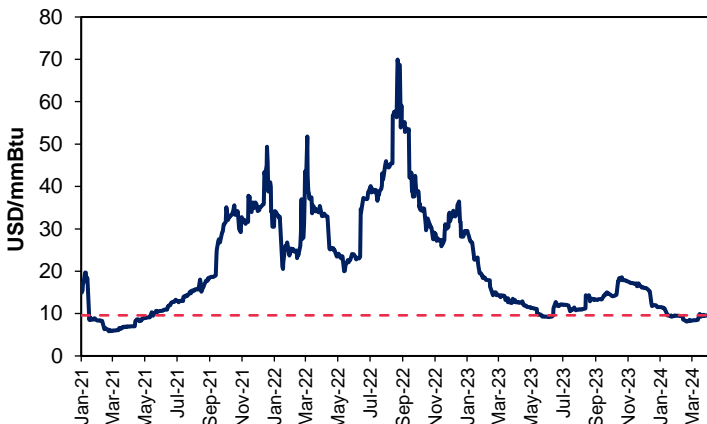
Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 6: Sản lượng LNG nhập về của GAS từ lần đầu tiên (T7/2023) đến nay



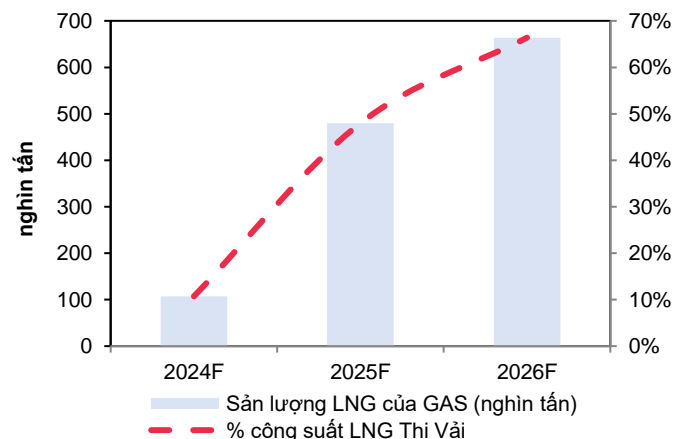
Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 7: Giá LNG khu vực châu Á đã về mức tương đối thấp tại thời điểm nhập lô LNG thứ hai



Nguồn: Investing, MBS Research

Hình 8: Dự phóng sản lượng LNG của GAS giai đoạn 2024-2026



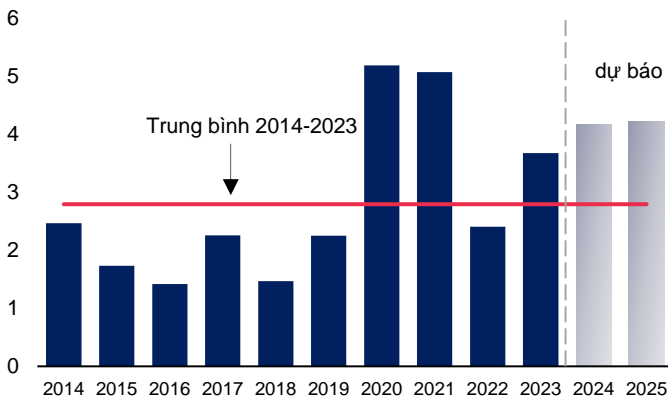
Nguồn: MBS Research dự phóng

### Giá dầu ở mức cao có thể hỗ trợ phần nào giá bán khí của GAS

Nhu cầu dầu thô tại khu vực Trung Quốc khởi sắc hỗ trợ tăng trưởng nhu cầu dầu thô trên toàn thế giới, trong khi OPEC+ tiếp tục gia hạn cắt giảm sản lượng đến hết Quý 2/2024 và các xung đột địa chính trị liên tiếp nổ ra gây quan ngại đến nguồn cung dầu thô. Tác động kép từ việc nguồn cung thắt chặt và nhu cầu gia tăng đã khiến giá dầu thô Brent tăng lên mức cao nhất trong 6 tháng gần đây, chạm mốc 90.6 USD/thùng. Từ đầu năm 2024 đến nay, giá dầu thô Brent đạt mức trung bình 82.8 USD/thùng (2023: 82.2 USD/thùng).

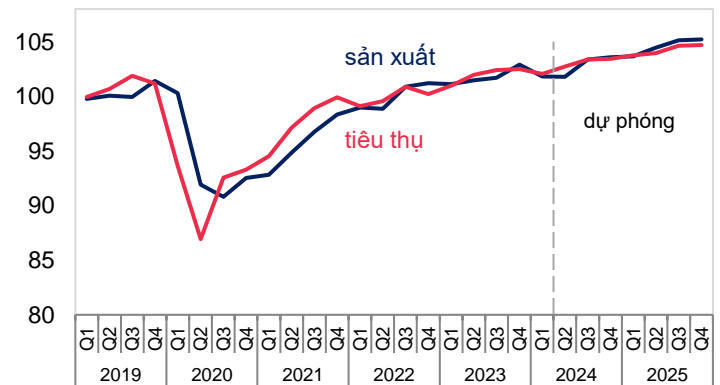
Chúng tôi cho rằng việc này sẽ hỗ trợ phần nào giá bán khí đầu ra của GAS, do giá bán khí cho khách hàng điện và đạ được neo theo giá dầu với công thức Giá bán = Max(46%\*HSFO, giá miệng giếng) + Phí vận chuyển; trong đó HSFO là giá dầu nhiên liệu Fuel Oil tại Singapore, có biến động khá tương đồng với giá dầu Brent. Trong mô hình dự phóng, chúng tôi hiện giữ nguyên giả định giá dầu Brent trung bình năm 2024 là 85 USD/thùng, tuy nhiên thay đổi giả định giá dầu Brent trung bình năm 2025 thành 83 USD/thùng (trước đó: 80 USD/thùng).

Hình 9: Thặng dư sản xuất dầu thô của OPEC (triệu thùng/ngày)



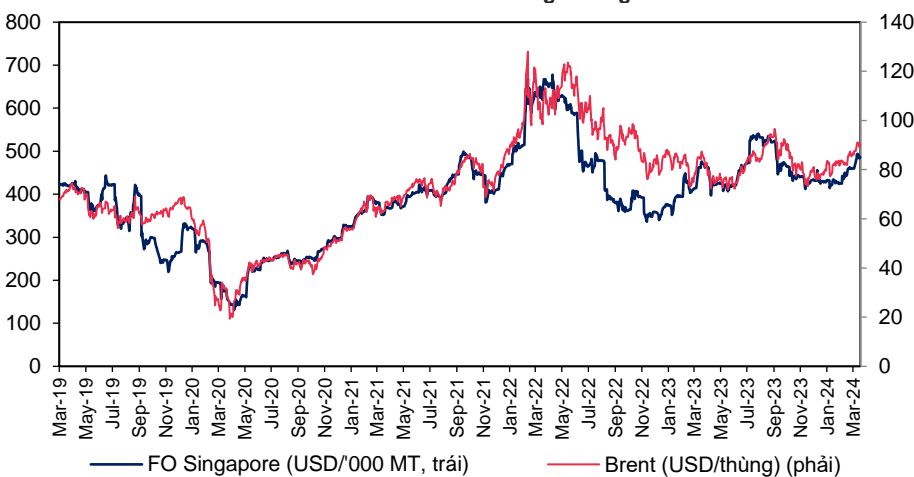
Nguồn: EIA, MBS Research

Hình 10: Chênh lệch cung-cầu dầu thô thế giới được dự báo tiếp tục thu hẹp trong GD 2024-2024, có thể ảnh hưởng tích cực đến giá dầu



Nguồn: EIA, MBS Research

Hình 11: Giá dầu Brent và HSFO có diễn biến khá tương đương



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

### Dự án trung nguồn Lô B không gây áp lực lớn tới sức khỏe tài chính

Cuối tháng 3/2024 vừa qua, GAS đã cùng các đối tác ký kết một số thỏa thuận thương mại liên quan đến chuỗi dự án khí điện Lô B – Ô Môn, tiến tới việc có

quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho dự án. Chúng tôi cho rằng việc triển khai thi công đường ống Lô B sẽ không ảnh hưởng quá tiêu cực đến tình hình tài chính của GAS do: (1) GAS sở hữu 51% cổ phần của dự án trung nguồn có tổng mức đầu tư khoảng 1.277 tỷ USD (tương đương 32 nghìn tỷ VNĐ), đồng nghĩa với việc chi phí đầu tư GAS cần bỏ ra cho dự án đường ống trong cả vòng đời dự án là khoảng 16 nghìn tỷ VNĐ; (2) GAS có sẵn vị thế tài chính vững chắc với Nợ vay/Vốn chủ sở hữu ở mức thấp (0.09 lần), lượng tiền, tương đương tiền, tiền gửi ngân hàng lớn (tổng 40,753 tỷ VNĐ vào cuối 2023), lợi nhuận giữ lại tại thời điểm cuối năm 2023 là gần 17 nghìn tỷ VNĐ.

### Dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2025

Hình 12: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2025 của GAS

Các tiêu chí KQKD	2023	2024F	Tăng svck (%)	sv dự phóng cũ	2025F	Tăng svck (%)	sv dự phóng cũ	Đánh giá
Giá dầu Brent (USD/thùng)	82.2	85.0	3.4%	100.0%	83.0	-2.4%	103.8%	Nguồn cung dầu thô dự kiến tiếp tục hạn chế ít nhất đến cuối năm 2024, trong khi nền kinh tế Trung Quốc đang có những khởi sắc nhất định, có thể ảnh hưởng tích cực đến nhu cầu dầu thô thế giới. Chúng tôi giữ nguyên giả định giá dầu năm 2024 tuy nhiên thay đổi tăng giá định giá dầu 2025 lên 83 USD/thùng (từ 80 USD/thùng) do nhận thấy các vấn đề về thắt chặt nguồn cung có thể diễn ra lâu hơn dự kiến.
Giá LPG CP 50:50	576	586	1.7%	100.0%	579	-1.2%	101.9%	
Sản lượng khí khô ước tính (triệu m3)	7,225	6,445	-10.8%	93.4%	6,315	-2.0%	91.2%	Nguồn khí tại Nam Côn Sơn giảm mạnh, trong khi chưa có nguồn khí cấp mới thay thế trong nước ít nhất đến năm 2026, ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng khí ẩm đầu vào và khí khô.
Sản lượng LPG kinh doanh ước tính (triệu m3)	2,500	2,233	-10.7%	128.9%	2,230	-0.1%	119.5%	
Doanh thu	89,954	87,426	-2.8%	100.8%	93,298	6.7%	98.4%	Sản lượng giảm nhưng giá dầu thô 2024 được dự báo tăng nhẹ, hỗ trợ phần nào giá bán khí khô; đồng thời kỳ vọng sản lượng LNG nhập khẩu để kinh doanh năm 2025 sẽ nhiều hơn năm 2024.
Lợi nhuận gộp	16,925	16,106	-4.8%	98.1%	17,102	6.2%	99.0%	
Biên lợi nhuận gộp	18.8%	18.4%	-0.4 điểm %	-0.5 điểm %	18.3%	-0.1 điểm %	0.1 điểm %	Biên LNG 2024 giảm nhẹ do sản lượng khí từ các bể khí giá rẻ suy giảm.
Chi phí quản lý & bán hàng	4,019	3,497	-13.0%	109.0%	3,639	4.0%	106.6%	
% chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu	4.5%	4.0%	-0.5 điểm %	0.3 điểm %	3.9%	-0.1 điểm %	0.3 điểm %	
Lợi nhuận tài chính ròng	1,686	1,643	-2.6%	110.4%	1,833	11.6%	91.8%	Lượng tiền gửi cao đóng góp tích cực vào doanh thu tài chính, trong khi nợ vay không tăng mạnh kéo theo chi phí tài chính tương đối ổn định.
LNTT	14,640	14,298	-2.3%	96.7%	15,345	7.3%	96.2%	
Thuế TNDN	2,846	2,788	-2.1%	96.7%	2,992	7.3%	96.2%	
LNST	11,793	11,510	-2.4%	96.7%	12,353	7.3%	96.2%	
Lợi nhuận ròng	11,606	11,327	-2.4%	97.1%	12,157	7.3%	96.6%	
EPS (VNĐ/cp)	5,053	4,932	-2.4%	97.1%	5,293	7.3%	96.6%	

Nguồn: MBS Research dự phóng



## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

- GAS là doanh nghiệp đầu ngành khí Việt Nam, đóng vai trò quan trọng trong quá trình dịch chuyển sang điện khí LNG tại Việt Nam trong trung hạn, là đơn vị có thể cung cấp LNG cho các nhà máy điện khí trong nước. Sản lượng LNG cung cấp dự kiến sẽ tăng mạnh kể từ năm 2025 khi Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và 4 đi vào hoạt động; dự phóng sản lượng LNG trong giai đoạn 2024-2025 sẽ tương đương 10.7% và 48.0% tổng công suất bồn chứa LNG Thị Vải giai đoạn 1.
- Sản lượng khí chịu áp lực giảm mạnh trong năm 2024 tuy nhiên giá dầu được kỳ vọng neo ở mức cao có thể giúp hỗ trợ giá bán khí của GAS, từ đó phần nào hỗ trợ lợi nhuận.
- GAS có vị thế tài chính vững chắc với lượng tiền gửi lớn trong khi tỷ lệ Nợ vay/Tổng tài sản không cao, kéo theo lợi nhuận tài chính ròng của doanh nghiệp tích cực; đồng thời GAS cũng có chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn qua các năm.

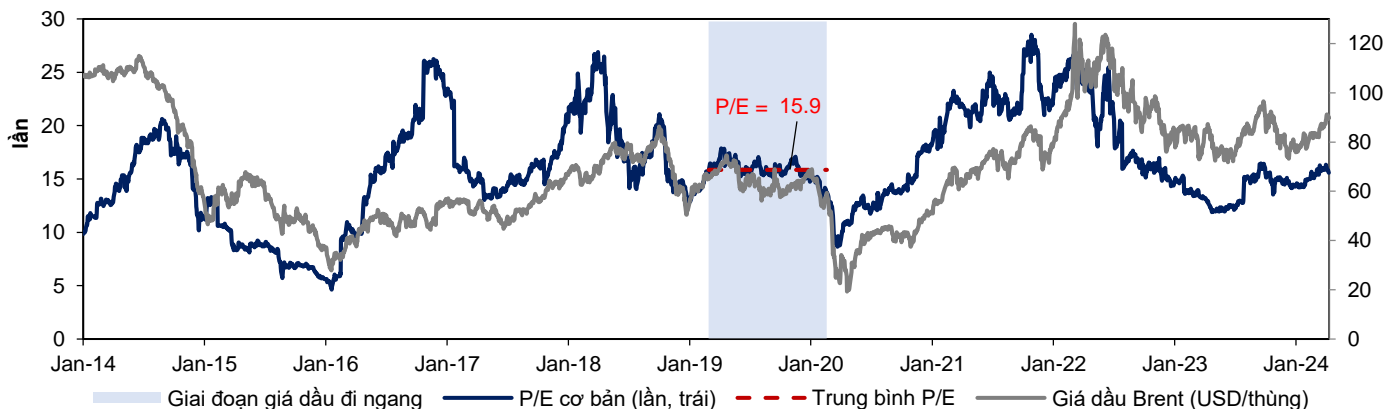
### Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF và P/E để đưa ra giá trị hợp lý đã làm tròn của cổ phiếu GAS tại thời điểm cuối năm 2024 là 81,900 VNĐ/cp, tiềm năng tăng giá 10.3% so với giá đóng cửa ngày 23/4/2024, tỷ suất cổ tức kỳ vọng ở mức 3.4% đưa tổng mức sinh lời kỳ vọng lên 13.7%. Mức giá mục tiêu mới này tương đương so với giá mục tiêu trước đó, do tác động trái chiều của (1) chúng tôi thay đổi phần bù rủi ro trong định giá từ mức 9.6% xuống 9.0% và (2) điều chỉnh giảm dự phóng EPS giai đoạn 2024-2025 đi 2.9% và 3.4%. Giá trị P/E mục tiêu được sử dụng trong định giá P/E là 15.9x, tương đương giá trị PE trung bình trong giai đoạn giá dầu đi ngang trong năm 2019 và thấp hơn trung bình 5 năm gần đây (17.2x) do chúng tôi cho rằng yếu tố sản lượng thấp trong năm 2024 sẽ ảnh hưởng đến độ hấp dẫn của cổ phiếu so với giai đoạn trước đó.

Hình 13: Tóm tắt các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá làm tròn (VNĐ/cp)
FCFF	50%	82,400
P/E (với P/E mục tiêu 2024 - 2025 = 15.9x)	50%	81,300
Giá mục tiêu		81,900
Giá hiện tại		74,200
Tiềm năng tăng giá		10.3%

Hình 14: Diễn biến giá dầu và định giá P/E của GAS từ 2014 đến nay



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 15: Định giá theo FCFF

(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2024F-2028F	tỷ đồng	42,509
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	105,324
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	48,579
(-) Nợ	tỷ đồng	5,875
(-) Lợi ích của CĐTS	tỷ đồng	1,250
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	189,286
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	2,297
Giá trị cổ phiếu	VNĐ/cp	82,400

Chi phí VCSH		WACC và tăng trưởng dài hạn	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	Chi phí nợ	5.5%
Beta	0.9	Mức thuế	20.0%
Phần bù rủi ro thị trường	9.0%	WACC	10.9%
Chi phí VCSH	11.1%	Tăng trưởng dài hạn	2.0%

### Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá:

- Giá dầu cao hơn dự kiến, hỗ trợ giá bán khí của GAS tích cực hơn
- Sản lượng LNG nhập khẩu cao hơn dự kiến khi các nhà máy điện khí triển khai với tiến độ nhanh hơn, ảnh hưởng tích cực đến doanh thu của GAS.

Rủi ro giảm giá:

- Giá dầu thấp hơn dự kiến.
- Sản lượng khí khô về bờ và LNG thấp hơn dự kiến.

Hình 16: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa triệu USD	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
			TTM	2024F	Hiện tại	2024F	TTM	2024F	TTM	2024F
Petronas Gas Bhd	PTG MK Equity	7,474	19.6	18.6	2.6	2.6	9.3	10.4	13.6	13.9
Toho Gas Ltd	9533 JP Equity	2,493	9.1	16.0	0.9	0.9	5.9	3.3	10.1	5.6
PTT PCL	PTT TB Equity	27,218	8.9	10.4	0.9	0.9	3.3	3.2	10.3	8.4
Shenzhen Gas Corp Ltd	601139 CH Equity	3,015	15.6	12.2	1.5	1.4	3.5	3.8	10.4	11.8
Gujarat Gas Ltd	Gujga IN Equity	4,627	25.3	33.5	5.5	5.0	14.9	10.3	24.2	14.8
Trung bình			15.7	18.1	2.3	2.1	7.4	6.2	13.7	10.9
PetroVietnam Gas JSC	GAS VN Equity	7,315	15.3	16.4	2.9	2.6	13.6	12.4	18.7	16.7

Nguồn: Bloomberg, MBS Research



## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKKD	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Doanh thu thuần	100,724	89,954	87,426	93,298	LN trước thuế	18,806	14,640	14,298	15,345
Giá vốn hàng bán	(79,409)	(73,029)	(71,320)	(76,197)	Khấu hao	3,023	3,027	3,521	3,591
Lợi nhuận gộp	21,315	16,925	16,106	17,102	Thuế đã nộp	(3,452)	(3,134)	(2,788)	(2,992)
Chi phí quản lý DN	(1,075)	(1,475)	(1,311)	(1,399)	Các khoản điều chỉnh khác	(480)	(1,271)	114	(2,349)
Chi phí bán hàng	(2,440)	(2,544)	(2,186)	(2,239)	Thay đổi VLD	(5,106)	566	2,083	(3,980)
LN từ HKKD	17,799	12,906	12,609	13,463	<b>LCTT từ HKKD</b>	<b>12,792</b>	<b>13,827</b>	<b>17,227</b>	<b>9,615</b>
EBITDA thuần	20,822	15,933	16,130	17,054	Đầu tư TSCĐ	(2,010)	(1,841)	(1,329)	(4,587)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>17,799</b>	<b>12,906</b>	<b>12,609</b>	<b>13,463</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	0	-	-
Thu nhập lãi	1,568	2,273	2,203	2,239	Các khoản khác	2,274	(9,407)	(1,790)	(198)
Chi phí tài chính	(671)	(587)	(560)	(406)	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>265</b>	<b>(11,249)</b>	<b>(3,119)</b>	<b>(4,786)</b>
Thu nhập ròng khác	78	20	20	21	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	118	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	32	27	26	28	Tiền vay ròng nhận được	(2,045)	(344)	(427)	(62)
<b>LN trước thuế</b>	<b>18,806</b>	<b>14,640</b>	<b>14,298</b>	<b>15,345</b>	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Thuế TNDN	(3,740)	(2,846)	(2,788)	(2,992)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(5,882)	(7,120)	(5,742)	(5,742)
Lợi nhuận sau thuế	15,066	11,793	11,510	12,353	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(7,809)</b>	<b>(7,463)</b>	<b>(6,169)</b>	<b>(5,804)</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(268)	(187)	(183)	(196)	Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,300	10,549	5,669	13,608
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>14,798</b>	<b>11,606</b>	<b>11,327</b>	<b>12,157</b>	LC tiền thuần trong năm	5,248	(4,885)	7,940	(975)
Chi trả cổ tức	(5,882)	(7,120)	(5,742)	(5,742)	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>10,549</b>	<b>5,669</b>	<b>13,608</b>	<b>12,634</b>
Lợi nhuận giữ lại	8,916	4,486	5,585	6,415					
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>31/12/22</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>31/12/22</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>
Tiền và tương đương tiền	10,549	5,669	13,608	12,634	Tăng trưởng doanh thu thuần	28%	-11%	-3%	7%
Đầu tư ngắn hạn	23,726	35,085	34,971	37,319	Tăng trưởng EBITDA	55%	-23%	1%	6%
Phải thu khách hàng	9,210	12,541	10,453	14,086	Tăng trưởng LN từ HKKD	72%	-27%	-2%	7%
Hàng tồn kho	4,102	3,945	3,891	4,248	Tăng trưởng LN trước thuế	68%	-22%	-2%	7%
Các tài sản ngắn hạn khác	8,063	4,978	5,177	5,979	Tăng trưởng LN ròng	71%	-22%	-2%	7%
Tổng tài sản ngắn hạn	55,652	62,218	68,100	74,266	Tăng trưởng EPS	71%	-25%	-11%	3%
Tài sản cố định	15,976	19,145	16,978	17,998					
Tài sản vô hình	394	387	361	338	Biên LN gộp	21.2%	18.8%	18.4%	18.3%
Xây dựng cơ bản dở dang	5,978	1,781	2,429	3,959	Biên EBITDA	22.0%	20.0%	20.7%	20.6%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	14.7%	12.9%	13.0%	13.0%
Đầu tư vào công ty LDLK	396	388	401	415	ROAE	26.7%	18.7%	17.0%	16.7%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	10	10	10	10	ROAA	18.3%	13.6%	12.6%	12.5%
Tài sản dài hạn khác	4,221	3,794	4,024	4,415	ROIC	22.0%	16.3%	14.9%	14.7%
Tổng tài sản dài hạn	27,011	25,537	24,236	27,167					
<b>Tổng tài sản</b>	<b>82,663</b>	<b>87,754</b>	<b>92,336</b>	<b>101,433</b>	Vòng quay tài sản	124.8%	105.6%	97.1%	96.3%
					Cổ tức chi trả/LN ròng	39.7%	61.3%	50.7%	47.2%
Vay & nợ ngắn hạn	45	1,605	948	1,003	Tổng nợ vay/VCSH	9.9%	9.0%	7.7%	7.0%
Phải trả người bán	6,652	7,138	6,135	6,451	Nợ vay ròng/VCSH	-7.3%	0.3%	-11.5%	-9.4%
Phải trả ngắn hạn khác	5,791	6,229	7,372	7,867	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-5.4%	0.2%	-8.8%	-7.1%
Tổng nợ ngắn hạn	12,488	14,972	14,455	15,322	Khả năng thanh toán lãi vay	52.8	38.0	40.5	49.7
Vay & nợ dài hạn	6,038	4,271	4,500	4,383					
Các khoản phải trả khác	2,963	3,213	2,623	4,665	Số ngày phải thu	33	51	44	55
Tổng nợ dài hạn	9,001	7,484	7,123	9,048	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	19	20	20	20
<b>Tổng nợ</b>	<b>21,489</b>	<b>22,456</b>	<b>21,578</b>	<b>24,369</b>	Số ngày phải trả tiền bán	31	36	31	31
Vốn điều lệ	19,140	22,967	22,967	22,967	Khả năng thanh toán ngắn hạn	4.5	4.2	4.7	4.8
Thặng dư vốn cổ phần	211	0	0	0	Khả năng thanh toán nhanh	4.1	3.9	4.4	4.6
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	2.7	2.7	3.4	3.3
LN giữ lại	19,241	16,880	21,107	24,862					
Các quỹ thuộc VCSH	21,069	23,919	25,115	27,626	<b>Định giá</b>				
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	7,732	5,513	4,932	5,293
Vốn chủ sở hữu	59,858	64,049	69,472	75,738	BVPS (đồng/cp)	31,274	27,887	30,248	32,976
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,316	1,250	1,286	1,326	P/E (lần)	9.6	13.5	15.0	14.0
Tổng vốn chủ sở hữu	61,174	65,299	70,758	77,064	P/B (lần)	2.4	2.7	2.5	2.3
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>82,663</b>	<b>87,754</b>	<b>92,336</b>	<b>101,433</b>					

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research dự phóng và tổng hợp

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Lê Minh Anh

Ngô Quốc Hưng

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Đỗ Lan Phương

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Nguyễn Minh Trí

Lê Hải Thành

### Công nghệ - Hóa chất

Nguyễn Đức Hào

### Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly