

Ngành Dầu khí

Báo cáo cập nhật

Tháng 12.2025

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **78.700**

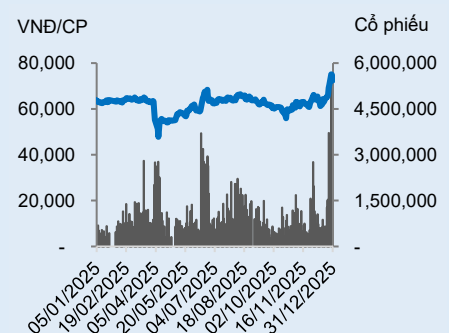
Giá thị trường (31/12/2025) **72.400**

Lợi nhuận kỳ vọng **+8,7%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	47.818-75.100
Vốn hóa	174.698 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	2.412.949.756
KLGD bình quân 10 ngày	2.105.535
% sở hữu nước ngoài	2,01%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.100
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,9%
Beta	1,45

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
GAS	12,9%	11,4%	18,9%	13,6%
VN-Index	40,5%	2,7%	4,0%	22,2%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đăng Thành

(84 24) 3928.8080 ext.205

thanhdn@bvsc.com.vn

Tổng Công ty Khí Việt Nam – CTCP

Mã giao dịch: GAS

Reuters: GAS.HM

Bloomberg: GAS VN

Sản lượng khí khô tăng trưởng ấn tượng

Mảng khí khô & LNG – vấn đề thiếu hụt nguồn cung được giải quyết. Lũy kế 9T, doanh thu thuần đạt 36.720 (+26% YoY), lợi nhuận gộp đạt 8.052 tỷ (+86% YoY), biên lợi nhuận gộp đạt 21,9% (tăng 7,1 điểm phần trăm YoY). Mảng bán khí khô của tăng trưởng mạnh mẽ chủ yếu đến từ GAS gia tăng mạnh sản lượng phân phối LNG cho các nhà máy điện trong năm 2025. BVSC cho rằng hoạt động cung cấp LNG tiếp tục tích cực trong các năm tới sau khi nhà máy điện Nhơn Trạch 3 & 4 chính thức vận hành thương mại kể từ Q4/2025, đồng thời, GAS cũng cung cấp khí LNG cho các nhà máy điện Phú Mỹ của EVN để bổ sung nhiên liệu, kết hợp với nguồn khí khô nội địa trong các tháng cao điểm mùa khô. Bên cạnh nguồn cung từ LNG nhập khẩu, các mỏ nội địa dự kiến cũng sẽ bổ sung sản lượng quan trọng cho GAS kể từ 2027 khi các dự án phát triển mỏ khí có trữ lượng lớn đang được triển khai với tiến độ khả quan.

Mảng LPG – tăng mạnh sản lượng trong Q3/2025. Do xung đột quân sự giữa Campuchia và Thái Lan leo thang trong thời gian gần đây, Campuchia ngừng toàn bộ hoạt động nhập khẩu nhiên liệu (bao gồm LPG) từ Thái Lan kể từ T6/2025. Do đó, sản lượng LPG xuất khẩu từ Việt Nam sang Campuchia tăng mạnh nhằm bù đắp sản lượng sụt giảm từ phía Thái Lan. Doanh thu thuần mảng LPG mặc dù tăng trưởng mạnh 14% YoY, đạt 50.129 tỷ trong 9T/2025 nhờ đẩy mạnh kinh doanh trên thị trường quốc tế nhưng lợi nhuận gộp mảng LPG chỉ đạt 2.816 tỷ, biên lợi nhuận đạt 5,6% (9T/2025), thấp hơn đáng kể so với mức 8,5% - trung bình biên lợi nhuận gộp mảng LPG giai đoạn 2020-2024.

Tình hình tài chính lành mạnh. GAS hiện duy trì cơ cấu tài chính tương đối lành mạnh và an toàn. Tỷ lệ tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm gần 50% cơ cấu tổng tài sản của doanh nghiệp. Trong khi đó, GAS duy trì tỷ lệ đòn bẩy tài chính rất thấp, doanh nghiệp hiện đang có dư nợ vay chỉ khoảng hơn 1.900 tỷ đồng (tương đương 3,5% cơ cấu tổng tài sản). BVSC dự phóng trong giai đoạn 2026–2027 tới đây, GAS sẽ gia tăng vay nợ nhằm tài trợ cho các dự án đầu tư của doanh nghiệp, tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản ước tính sẽ tăng lên mức 18% vào năm 2027. Mặc dù vậy, đây vẫn là mức đòn bẩy tài chính tương đối an toàn cho doanh nghiệp.

Định giá và khuyến nghị đầu tư. Sử dụng 2 phương pháp định giá FCFF và P/E với tỷ trọng 50% mỗi phương pháp, chúng tôi xác định mức giá trị hợp lý cho cổ phiếu GAS là **78.700 đồng/cổ phiếu**. BVSC cho rằng tiềm năng tăng trưởng của GAS đã được phản ánh tương đối đầy đủ vào mức giá thị trường của cổ phiếu GAS ở thời điểm hiện tại. Do đó, với tiềm năng tăng giá +8,7% so với mức giá thị trường hiện tại của cổ phiếu, BVSC đưa ra khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu GAS.

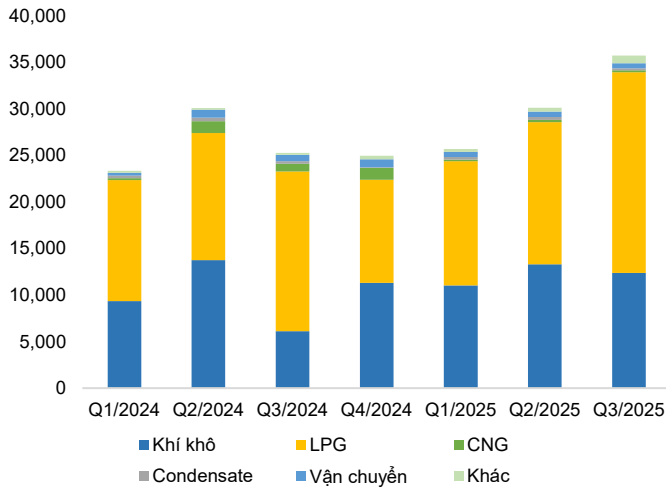
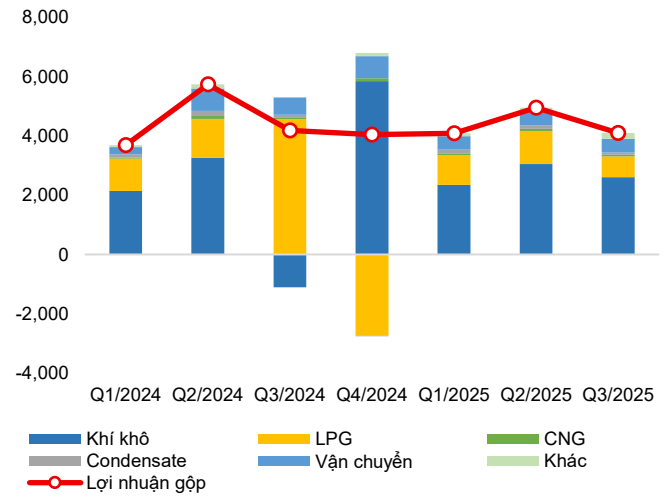
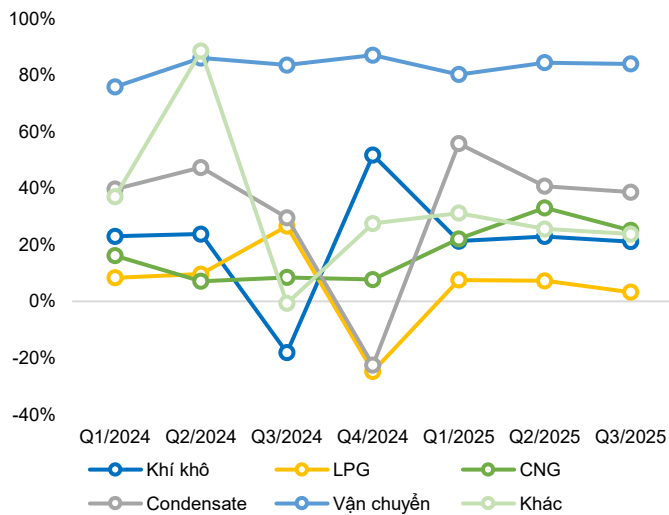
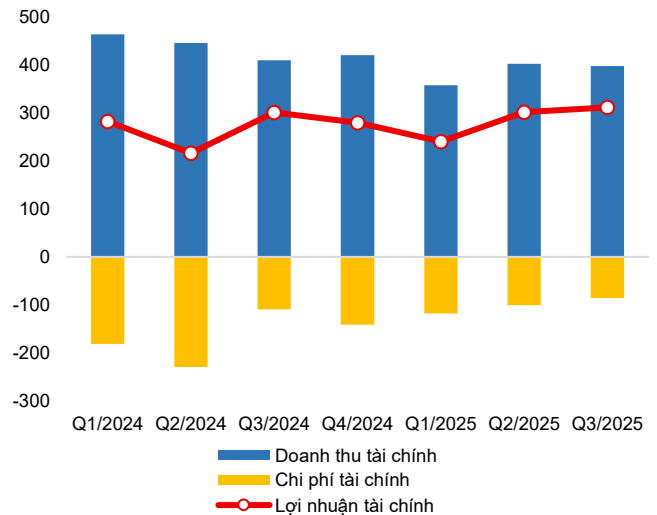
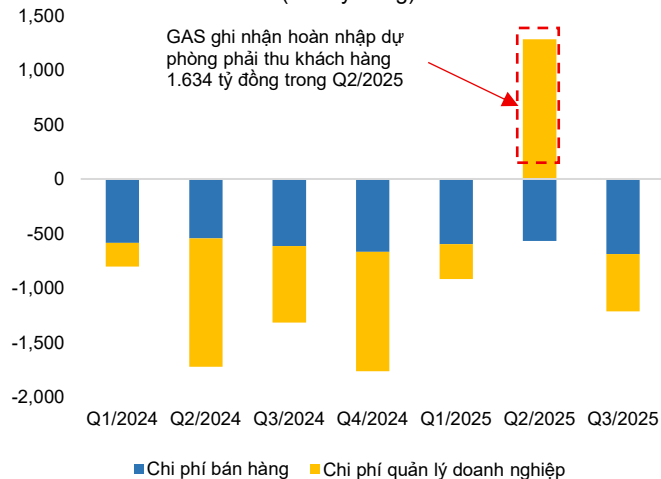
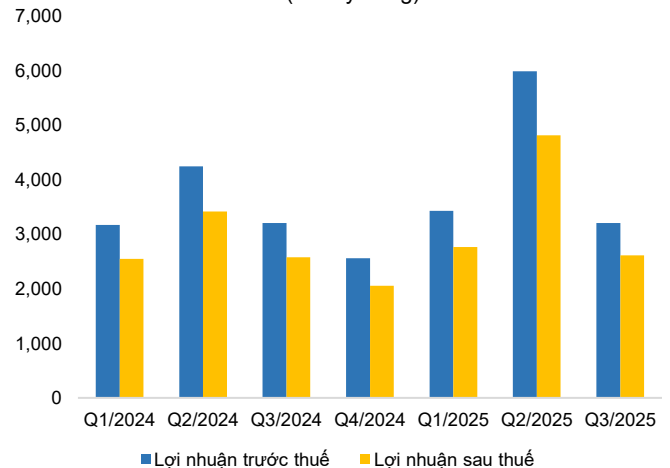
Cập nhật KQKD 9T/2025

(Đvt: tỷ đồng)	Q3/2024	Q3/2025	YoY	9T/2024	9T/2025	YoY
Doanh thu thuần	25.252	35.690	41%	78.619	91.446	16%
Khí khô và LNG	6.099	12.377	103%	29.167	36.676	26%
LPG	17.168	21.524	25%	43.809	50.129	14%
CNG	803	227	-72%	2.275	652	-71%
Condensate	276	187	-32%	923	741	-20%
Vận chuyển khí	693	562	-19%	1.893	1.700	-10%
Cho thuê văn phòng	29	33	13%	82	90	10%
Khác	183	780	326%	469	1.458	211%
Lợi nhuận gộp	4.183	4.102	-2%	13.610	13.146	-3%
Khí khô và LNG	-1.107	2.612	n/a	4.308	8.007	86%
LPG	4.564	696	-85%	6.962	2.816	-60%
CNG	68	57	-16%	189	177	-6%
Condensate	82	72	-12%	366	337	-8%
Vận chuyển khí	579	471	-19%	1.579	1.409	-11%
Cho thuê văn phòng	15	18	17%	44	49	13%
Khác	-17	176	N/a	162	350	116%
Doanh thu tài chính	409	397	-3%	1.317	1.155	-12%
Chi phí tài chính	109	86	-21%	519	304	-41%
Lãi từ công ty liên kết	12	12	1%	25	23	-10%
Chi phí bán hàng	616	690	12%	1.746	1.859	6%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	701	526	-25%	2.099	-439	-121%
Lợi nhuận khác	25	-3	-112%	26	17	-36%
Lợi nhuận trước thuế	3.204	3.206	0%	10.614	12.616	19%
LNST-CDTS	2.522	2.549	1%	8.354	10.053	20%

Lũy kế 9 tháng, GAS ghi nhận doanh thu thuần 91.446 tỷ đồng (+16% YoY), lợi nhuận gộp 13.146 tỷ đồng (-3% YoY). Tăng trưởng doanh thu của GAS trong 9 tháng đầu năm chủ yếu đến từ tăng trưởng mảng khí khô và khí LPG với mức tăng trưởng lần lượt 26% YoY và 14% YoY. Trái ngược với mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng, lợi nhuận gộp của GAS sụt giảm nhẹ so với cùng kỳ chủ yếu do biên lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh khí LPG sụt giảm mạnh, chỉ đạt 5,6% trong 9 tháng 2025 (cùng kỳ đạt 15,9%). Điểm sáng đến từ hoạt động kinh doanh khí khô, trong đó trọng tâm là phân phối LNG được đẩy mạnh trong năm 2025 đã giúp biên lợi nhuận gộp mảng khí khô tăng 7 điểm phần trăm so với cùng kỳ, đạt 21,8% trong 9 tháng 2025, bù đắp đáng kể cho phần lợi nhuận bị sụt giảm đến từ mảng LPG.

Chi phí quản lý doanh nghiệp trong 9 tháng đầu năm 2025 giảm mạnh so với cùng kỳ chủ yếu đến từ việc GAS ghi nhận hoàn nhập dự phòng phải thu khó đòi hơn 1.630 tỷ đồng trong 9 tháng năm 2025 (cùng kỳ doanh nghiệp ghi nhận chi phí trích lập dự phòng phải thu khó đòi 1.249 tỷ đồng) đã đóng góp đáng kể vào mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế cho GAS.

LNST-CDTS 9 tháng 2025 của GAS đạt 10.053 tỷ (+20% YoY).

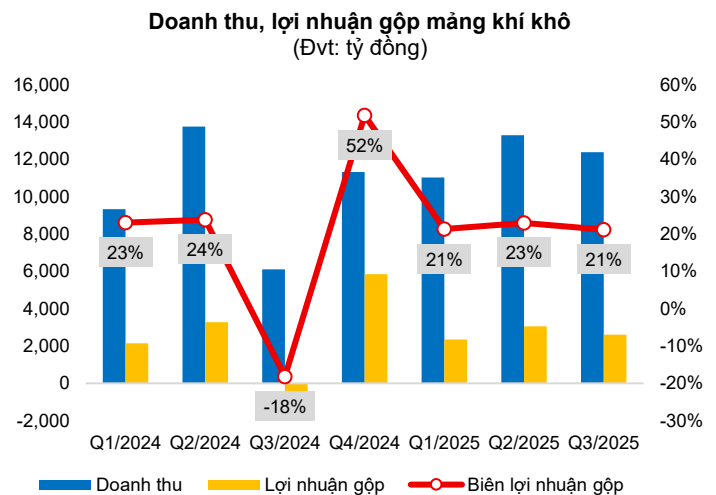
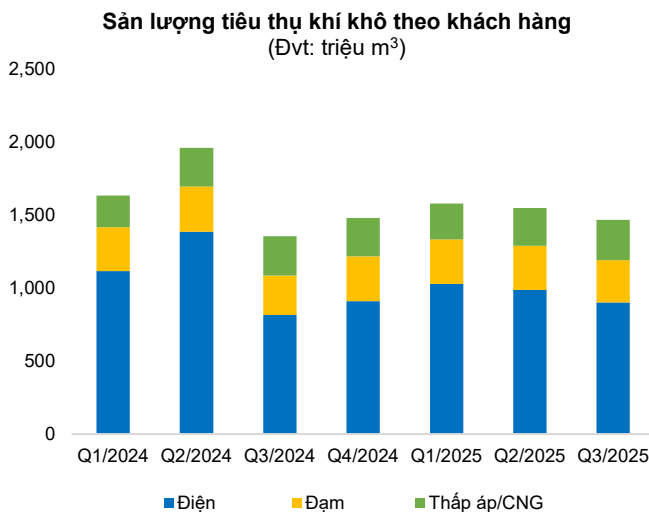
Báo cáo cập nhật GAS
Doanh thu thuần
(Đvt: tỷ đồng)

Lợi nhuận gộp
(Đvt: tỷ đồng)

Biên lợi nhuận gộp

Hoạt động tài chính
(Đvt: tỷ đồng)

Chi phí bán hàng & QLDN
(Đvt: tỷ đồng)

LNTT & LNST
(Đvt: tỷ đồng)


(Nguồn: GAS, BVSC tổng hợp)

Mảng khí khô & LNG – vấn đề thiếu hụt nguồn cung được giải quyết

Tăng trưởng KQKD chủ yếu đến từ hoạt động phân phối LNG

Lũy kế 9T/2025, sản lượng khí tự nhiên sản xuất (bao gồm LNG) đạt 4.588 triệu m³ (-7% YoY). Tuy nhiên, doanh thu thuần vẫn ghi nhận tăng trưởng ấn tượng 26% YoY, đạt 36.720 tỷ đồng, lợi nhuận gộp đạt 8.052 tỷ (+86% YoY), biên lợi nhuận gộp đạt 21,9% (tăng 7,1 điểm phần trăm YoY). BVSC cho rằng việc GAS gia tăng mạnh sản lượng phân phối LNG cho các nhà máy điện trong năm 2025 là nguyên nhân chính khiến doanh thu và lợi nhuận gộp mảng khí khô tăng trưởng mạnh do chúng tôi ước tính giá bán khí LNG cao hơn khoảng 50% so với giá bán khí thiên nhiên từ các mỏ nội địa.



Nguồn: GAS, BVSC tổng hợp

Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và 4 chính thức vận hành thương mại trong Q4/2025

Vào ngày 05/02/2025 và 27/06/2025, nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và 4 đã lần lượt hòa lưới điện quốc gia trong giai đoạn chạy thử nghiệm thu trước khi vận hành thương mại chính thức. Ngày 14/12/2025 vừa qua, nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và 4 đã được khánh thành. Ban lãnh đạo POW cho biết hiện hai nhà máy đã được cấp phép để tham gia thị trường điện từ ngày 01/01/2026 với tỷ lệ cam kết bao tiêu (Qc) 65% trong 10 năm tới và thời gian vận hành 6.000 giờ/năm.

Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và 4 là cụm nhà máy điện đầu tiên sử dụng hoàn toàn nguồn khí LNG là nhiên liệu đầu vào cho quá trình phát điện, góp phần tăng cường bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia trong bối cảnh Việt Nam hướng tới mục tiêu Net Zero vào năm 2050. Công suất lắp đặt của 2 nhà máy là 1.624 MW, khi vận hành ổn định cụm nhà máy dự kiến sẽ cung cấp hơn 9-12 tỷ kWh điện mỗi năm, tương ứng tiêu thụ khoảng 57-76 triệu mmBTU mỗi năm (tại suất hao nhiệt 6.330 BTU/kWh).

Việc đưa vào vận hành thương mại 2 nhà máy điện khí LNG nêu trên đã đảm bảo triển vọng cung cấp LNG cho GAS trong thời gian tới. Đây là nguồn khí bổ sung quan trọng cho GAS trong bối cảnh sản lượng khí tự nhiên tại các mỏ nội địa đang sụt giảm nghiêm trọng sau thời gian dài khai thác.

Bên cạnh đó, GAS cũng cung cấp khí LNG cho các nhà máy điện Phú Mỹ của EVN. Theo kế hoạch cung cấp điện năm 2026 của EVN GENCO 3 (PGV), công ty tiếp tục sử dụng nguồn khí LNG kết hợp với nguồn khí khô nội địa để bổ sung nguồn khí cho các nhà máy điện Phú Mỹ 2.1, 2.2, 3 và 4 phát điện trong các tháng cao điểm mùa khô.

Đề xuất dự án điện khí LNG được mua bao tiêu 75% trong 15 năm

Mới đây, theo tờ trình của Chính phủ gửi Ủy ban Thường vụ Quốc hội về ban hành Nghị quyết của Quốc hội tháo gỡ, phát triển năng lượng tái tạo quốc gia 2026-2030, Chính phủ đề xuất các dự án nhiệt điện khí sử dụng LNG nhập khẩu được bao tiêu tối thiểu 75% sản lượng điện phát bình quân nhiều năm của dự án. Việc bao tiêu được áp dụng trong thời hạn trả nợ gốc và lãi vay, tối đa 15 năm từ ngày phát điện. Như vậy, tỷ lệ lượng điện cam kết bao tiêu với các dự án điện khí LNG tăng 10%, và thời gian thực hiện thêm 5 năm so với quy định hiện hành.

Đề xuất nêu trên nếu được thông qua sẽ tạo động lực mạnh mẽ cho việc phát triển hạ tầng LNG trên toàn quốc trong những năm tới. Qua đó, sản lượng phân phối LNG của GAS cũng sẽ được hỗ trợ tích cực khi sản lượng huy động điện phát từ nguồn khí LNG gia tăng.

Nâng cấp hạ tầng LNG là trọng tâm đầu tư của GAS trong giai đoạn tới

Theo QHĐ8 điều chỉnh, đến 2030, nguồn điện khí phải đầu tư mới tối đa gần 37.500 MW, trong đó 60% là khí hóa lỏng LNG (22.524 MW). Để hiện thực hóa mục tiêu đề ra trong QHĐ8, GAS đang có chiến lược phát triển kho cảng và trung tâm tái hóa khí LNG tại cả 3 khu vực miền Bắc, Trung và Nam. Trong đó, từ nay tới 2030, PV GAS tập trung xây dựng và nâng công suất kho chứa tại Thị Vải và Sơn Mỹ các giai đoạn như bảng dưới đây.

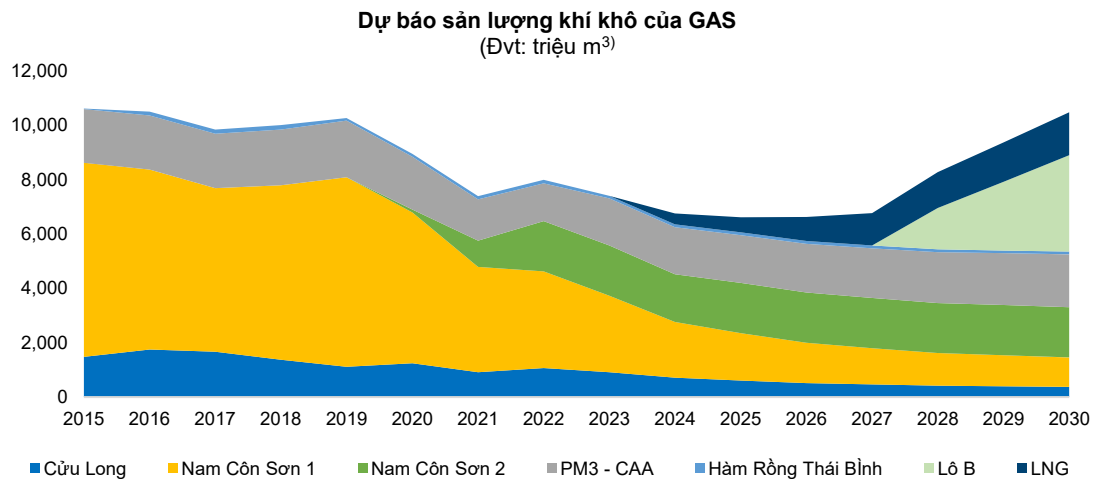
Dự án kho LNG	Công suất (triệu tấn/năm)	Tổng mức đầu tư (triệu USD)	Tổng mức đầu tư của GAS (triệu USD)	Thời gian hoàn thành dự kiến
LNG Thị Vải GĐ 2	2	200	200	2026
LNG Thị Vải GĐ 3	3	200	200	2029
LNG Sơn Mỹ GĐ 1	3,6	1.310	799	2028
LNG Sơn Mỹ GĐ 2	2,4	40	24	2030

Nguồn: GAS, PVN, NLVN, BVSC ước tính

Các dự án phát triển mỏ khí đang được gấp rút triển khai, dự kiến gia tăng mạnh nguồn cung khí cho GAS từ 2027

Trước tình trạng thiếu khí diễn ra trong nhiều năm qua, các mỏ khí quan trọng hiện đang được gấp rút triển khai. Từ nay tới 2027, các mỏ khí quan trọng bao gồm Lô B, Sư Tử Trắng 2B, Kinh Ngư Trắng, Kinh Ngư Trắng Nam, Thiên Nga Hải Âu, Đại Hùng pha 3, Nam Du U Minh, Khánh Mỹ Đàm Dơi sẽ được hoàn thành xây dựng và đi vào hoạt động, bổ sung đáng kể cho nguồn khí trong nước.

Trong đó, mỏ khí Lô B (trữ lượng 107 tỷ m³) là trọng điểm đầu tư với kỳ vọng sẽ khai thác sản lượng trung bình khoảng 5,06 tỷ m³ mỗi năm trong giai đoạn ổn định. Chúng tôi kỳ vọng mỏ khí Lô B sẽ có được dòng khí đầu tiên vào quý 4/2027 và duy trì sản lượng ổn định từ sau năm 2030 khi cả 4 nhà máy điện Lô B vận hành thương mại chính thức.



Nguồn: BVSC dự báo

Mỏ khí mới	Bể	Trữ lượng (tỷ m ³)	Thời gian hoạt động dự kiến
Lô B	Malay - Thổ Chu	107	Q4/2027
Sư Tử Trắng 2B	Cửu Long	17,05	Q3/2026
Kinh Ngư Trắng	Cửu Long	1,12	Q1/2025
Kinh Ngư Trắng Nam	Cửu Long	1,05	Q1/2025
Thiên Nga Hải Âu	Nam Côn Sơn	7,43	Q4/2026
Đại Hùng pha 3	Nam Côn Sơn	0,60	Q2/2025
Nam Du U Minh	Malay - Thổ Chu	5,60	2027
Khánh Mỹ Đầm Dơi	Malay - Thổ Chu	4,03	Q2/2027
Cá Voi Xanh	Phú Khánh	150	Chưa xác định.
Kền Bàu	Sông Hồng	230	Chưa xác định.

Nguồn: BVSC tổng hợp

Mảng LPG – tăng mạnh sản lượng trong Q3/2025

Sản lượng tăng mạnh trong Q3/2025 nhờ sản lượng kinh doanh quốc tế tăng mạnh

Sản lượng LPG 3 quý đầu năm đạt 3 triệu tấn (+31% YoY), trong đó, sản lượng LPG trong quý 3 tăng mạnh 65% YoY, đạt 1,3 triệu tấn. Nguyên nhân chủ yếu cho mức tăng trưởng sản lượng đột biến trong Q3/2025 đến từ việc Campuchia ngừng toàn bộ hoạt động nhập khẩu nhiên liệu (bao gồm LPG) từ Thái Lan kể từ T6/2025 khi xung đột quân sự giữa hai nước này leo thang. Do đó, sản lượng LPG xuất khẩu từ Việt Nam sang Campuchia tăng mạnh nhằm bù đắp sản lượng sụt giảm từ phía Thái Lan.

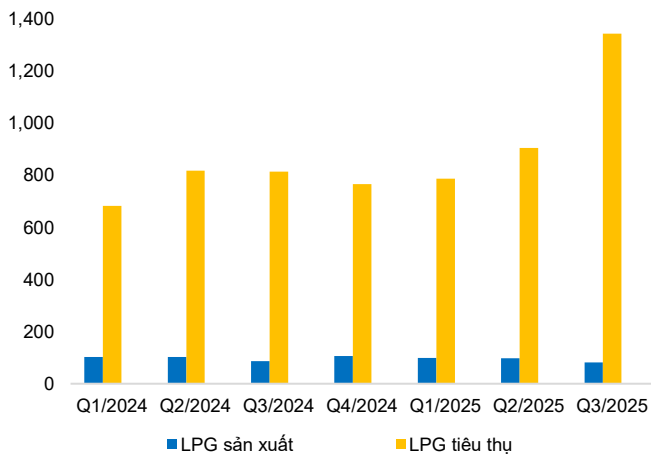
BVSC kỳ vọng (1) gián đoạn chuỗi cung ứng năng lượng từ Thái Lan sang Campuchia sẽ tiếp tục kéo dài trong năm 2026; và (2) nhu cầu tiêu thụ LPG tại Campuchia tiếp tục gia tăng tự nhiên sẽ giúp sản lượng xuất khẩu LPG của GAS trong năm 2026 đạt 20% và duy trì tốc độ tăng trưởng CAGR 6% từ 2027–2030.

Biên lợi nhuận gộp sụt giảm

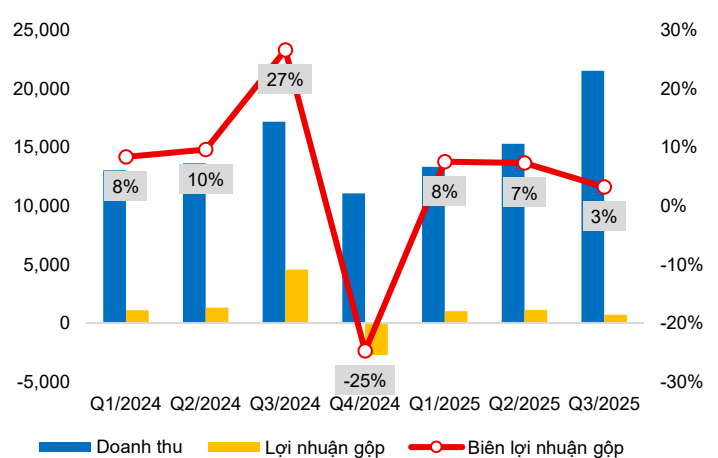
Trong hoạt động thương mại LPG tại thị trường quốc tế, GAS đóng vai trò là đơn vị nhập khẩu LPG sau đó vận chuyển bằng xe bồn qua biên giới cho khách hàng. Do hoạt động của GAS chủ yếu là đơn vị vận chuyển và trung gian thương mại nên biên lợi nhuận tương đối khiêm tốn, chỉ đạt 3,2% trong Q3/2025 và trung bình 5,6% trong 9T/2025.

BVSC hạ dự báo biên lợi nhuận mảng LPG xuống 5% cho giai đoạn 2025–2030 (giảm 2,7 điểm phần trăm so với dự báo gần nhất của BVSC). Chúng tôi nhận thấy việc đẩy mạnh kinh doanh LPG trên thị trường quốc tế mặc dù giúp GAS tăng trưởng sản lượng và doanh thu nhanh chóng, tuy nhiên biên lợi nhuận của hoạt động kinh doanh thương mại này là tương đối thấp.

Sản lượng sản xuất & tiêu thụ LPG
(Đvt: nghìn tấn)



Doanh thu, lợi nhuận gộp mảng LPG
(Đvt: tỷ đồng)

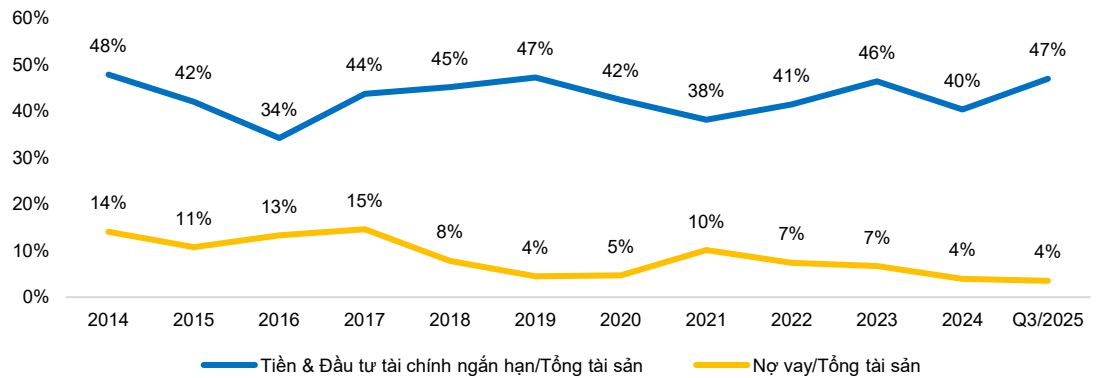


Nguồn: GAS, BVSC tổng hợp

Tình hình tài chính lành mạnh

GAS hiện duy trì cơ cấu tài chính tương đối lành mạnh và an toàn. Tỷ lệ tài sản thanh khoản (tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn) chiếm gần 50% cơ cấu tổng tài sản của doanh nghiệp. Việc dự trữ lượng tiền mặt và đầu tư ngắn hạn phù hợp với nhu cầu vốn cho đầu tư các dự án lớn của GAS trong thời gian tới bao gồm đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn, đường ống dẫn khí Sư Tử Trắng, kho chứa LNG Thị Vải giai đoạn 2 & 3, kho chứa LNG Sơn Mỹ giai đoạn 1 & 2, v.v.

Tính đến hết Q3/2025, GAS hiện đang có dư nợ vay khoảng hơn 1.900 tỷ đồng (tương đương 3,5% cơ cấu tổng tài sản). BVSC dự phóng trong giai đoạn 2026–2027 tới đây, GAS sẽ gia tăng vay nợ nhằm tài trợ cho các dự án đầu tư của doanh nghiệp, tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản ước tính sẽ tăng lên mức 18% vào năm 2027. Mặc dù vậy, đây vẫn là mức đòn bẩy tài chính tương đối an toàn cho doanh nghiệp.

Tiền mặt & đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm tỷ lệ lớn trong cơ cấu tổng tài sản


Nguồn: GAS, BVSC tổng hợp

Dự phóng KQKD

(Đvt: tỷ đồng)	2024	2025E	YoY	2026F	YoY
Doanh thu thuần	103.564	124.029	20%	131.810	6%
Khí khô và LNG	40.480	47.879	18%	51.902	8%
LPG	54.875	71.230	30%	75.084	5%
CNG	3.517	904	-74%	844	-7%
Condensate	1.001	936	-6%	884	-6%
Vận chuyển khí	2.750	2.464	-10%	2.566	4%
Khác	941	615	-35%	530	-14%
Lợi nhuận gộp	17.654	17.712	0%	18.108	2%
Khí khô và LNG	10.160	11.633	14%	11.799	1%
LPG	4.222	3.561	-16%	3.754	5%
CNG	285	74	-74%	69	-7%
Condensate	349	384	10%	336	-13%
Vận chuyển khí	2.325	2.003	-14%	2.080	4%
Khác	313	57	-82%	70	24%
Doanh thu tài chính	1.737	1.627	-6%	1.777	9%
Chi phí tài chính	660	511	-23%	833	63%
Lãi từ công ty liên kết	38	32	-15%	32	0%
Chi phí bán hàng	2.415	2.663	10%	3.143	18%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	3.197	90	-97%	1.702	1797%
Lợi nhuận khác	16	28	79%	36	27%
Lợi nhuận trước thuế	13.172	16.136	23%	14.274	-12%
LNST-CĐTS	10.398	12.649	22%	11.187	-12%

Mảng khí khô: BVSC ước tính sản lượng khí khô trong năm 2026 tăng trưởng 3% YoY, đạt 6.732 triệu m³, giá bán khí khô trung bình tăng trưởng nhẹ do GAS gia tăng phân phối LNG nhập khẩu với giá bán cao hơn tương đối so với khí tự nhiên từ các mỏ trong nước. Vì vậy, BVSC kỳ vọng doanh thu thuần mảng kinh doanh khí khô sẽ đạt 51.902 tỷ đồng (+8% YoY).

Mảng khí LPG: BVSC ước tính sản lượng kinh doanh khí LPG trong năm 2026 tăng trưởng 13% YoY, đạt 4,8 triệu tấn, trong đó sản lượng kinh doanh quốc tế tăng trưởng mạnh mẽ 20% YoY, đạt 3,3 triệu tấn nhờ nhu cầu tích cực tại khu vực Campuchia. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo giá bán khí LPG trong năm 2026 sẽ giảm 7% so với giá trung bình năm 2025, do đó, BVSC dự báo doanh thu thuần mảng LPG năm 2026 sẽ tăng nhẹ 5%, đạt 75.084 tỷ đồng.

BVSC ước tính chi phí tài chính của GAS sẽ tăng 63% trong năm 2026 do chúng tôi dự phóng GAS sẽ gia tăng vay nợ trong thời gian tới nhằm tài trợ cho nhu cầu đầu tư các dự án trọng điểm bao gồm đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn, đường ống dẫn khí Sư Tử Trắng và kho chứa LNG Thị Vải giai đoạn 2.

Như chúng tôi đã cập nhật ở phần trên, trong năm 2025, GAS ghi nhận hoàn nhập dự phòng phải thu khó đòi hơn 1.630 tỷ đồng, đóng góp đáng kể vào mức tăng trưởng LNST-CĐTS của doanh nghiệp. Sang năm 2026, chúng tôi dự báo chi phí quản lý doanh nghiệp của GAS ở mức 1.702 tỷ đồng, tương đương mức chi phí quản lý doanh nghiệp của GAS trong năm 2025 nếu loại bỏ khoản mục hoàn nhập dự phòng nêu trên.

BVSC ước tính LNST-CĐTS trong năm 2026 của GAS là 11.187 tỷ đồng (-12% YoY). Tuy nhiên nếu loại bỏ thu nhập bất thường từ hoàn nhập dự phòng trong năm 2026, LNST-CĐTS của doanh nghiệp trong năm 2026 sẽ ghi nhận mức tăng nhẹ 1,6% YoY.

Định giá

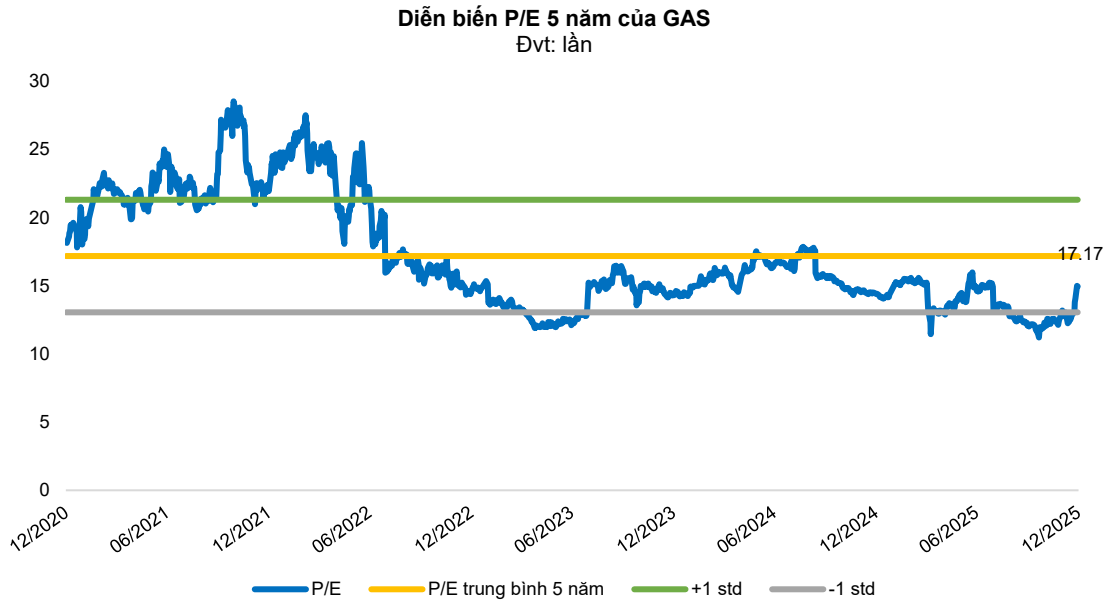
Phương pháp FCFF

BVSC chiết khấu dòng tiền FCFF của GAS giai đoạn 2026-2034 và áp dụng tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn 2% cho dòng tiền tự do của GAS sau 2034. Mức giá trị hợp lý cho GAS được xác định theo phương pháp FCFF sau khi chiết khấu các dòng tiền về thời điểm đầu năm 2026 là **77.800 đồng/cổ phiếu**.

Tổng hợp định giá FCFF (tỷ đồng)	
Lãi suất chiết khấu	11%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%
Tổng GTHT dòng tiền FCFF giai đoạn 2026-2034	53.551
Giá trị hiện tại của Terminal Value	102.463
Tổng giá trị hiện tại của các dòng tiền	156.014
Trừ: Nợ vay	-4.560
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-1.583
Cộng: Tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn	37.906
Giá trị của VCSH	187.778
Số lượng cổ phiếu phổ thông lưu hành (triệu CP)	2,41
Giá trị cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	77.821

Phương pháp P/E

BVSC dự phóng EPS 2026 của GAS là 4.636 đồng/cổ phiếu. Áp dụng mức P/E mục tiêu 17,2 lần – tương đương mức P/E trung bình 5 năm của cổ phiếu, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho GAS theo phương pháp P/E là **79.600 đồng/cổ phiếu**.



Tổng hợp định giá và khuyến nghị đầu tư

Sử dụng 2 phương pháp định giá FCFF và P/E với tỷ trọng 50% mỗi phương pháp, chúng tôi xác định mức giá trị hợp lý cho cổ phiếu GAS là **78.700 đồng/cổ phiếu**. BVSC cho rằng tiềm năng tăng trưởng của GAS đã được phản ánh tương đối đầy đủ vào mức giá thị trường của cổ phiếu GAS ở thời điểm hiện tại. Do đó, với tiềm năng tăng giá +8,7% so với mức giá thị trường hiện tại của cổ phiếu, BVSC đưa ra khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu GAS.

Chỉ tiêu	Giá trị	Tỷ trọng
Phương pháp FCFF	77.800	50%
Phương pháp P/E	79.600	50%
Giá mục tiêu	78.700	100%

BVSC điều chỉnh tăng giá mục tiêu so với báo cáo gần nhất chủ yếu do sau khi cập nhật tình hình hoạt động kinh doanh 9 tháng đầu năm của doanh nghiệp, chúng tôi điều chỉnh (1) tăng sản lượng phân phối khí LNG và LPG của GAS; (2) tăng biên lợi nhuận hoạt động phân phối khí LNG do biên lợi nhuận thực tế trong 9T/2025 tích cực hơn dự báo trước đây của BVSC; và (3) điều chỉnh tăng P/E mục tiêu từ 15,5 lần lên 17,7 lần do chúng tôi cho rằng những lo ngại về ảnh hưởng của tình trạng thiếu nguồn cung khí lên KQKD của GAS đã được gỡ bỏ khi hoạt động phân phối LNG được triển khai tương đối hiệu quả trong 9T/2025 mở ra tiềm năng tăng trưởng về dài hạn cho doanh nghiệp.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	89.954	103.564	124.029	131.810
Giá vốn	-73.029	-85.910	-106.316	-113.703
Lợi nhuận gộp	16.925	17.654	17.712	18.108
Doanh thu tài chính	2.273	1.737	1.627	1.777
Chi phí tài chính	-587	-660	-511	-833
Lợi nhuận sau thuế	11.606	10.398	12.649	11.187

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Tiền & khoản tương đương tiền	5.669	5.568	10.130	6.175
Đầu tư tài chính ngắn hạn	35.085	27.494	27.776	28.520
Các khoản phải thu ngắn hạn	16.865	19.098	21.937	25.879
Hàng tồn kho	3.945	4.599	5.473	5.835
Tài sản cố định	19.532	18.222	22.004	35.278
Tổng tài sản	87.754	81.855	92.689	107.051
Nợ vay ngắn hạn	1.605	934	1.457	2.238
Nợ vay dài hạn	4.271	2.291	3.102	10.750
Vốn chủ sở hữu	65.299	61.571	67.055	71.036
Tổng nguồn vốn	87.754	81.855	92.689	107.051

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-11%	15%	20%	6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-22%	-10%	22%	-12%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	18.8%	17.0%	14.3%	14%
Lợi nhuận thuần biên	12.9%	10.0%	10.2%	8%
ROA	13.6%	12.3%	14.5%	11%
ROE	18.4%	16.4%	19.7%	16%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản	7%	4%	5%	12%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu	9%	5%	7%	18%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.972	4.354	5.242	4.636
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	27.874	26.282	28.623	30.323

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Đăng Thành** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng Giám đốc khối dungpt@bvsc.com.vn	Lưu Văn Lương Phó Giám đốc khối luonglv@bvsc.com.vn	Nguyễn Chí Hồng Ngọc Phó Giám đốc khối ngocnch@bvsc.com.vn
Nguyễn Đức Hoàng, CFA Ngân hàng, Bảo hiểm hoangnd@bvsc.com.vn	Trương Sỹ Phú, CFA Hàng tiêu dùng, CNTT phuts@bvsc.com.vn	Trần Xuân Bách Phân tích kỹ thuật bachtx@bvsc.com.vn
Trần Phương Thảo Bất động sản, Khu công nghiệp thaotp@bvsc.com.vn	Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhtnn@bvsc.com.vn	Hoàng Thị Minh Huyền Chuyên viên vĩ mô huyenhtm@bvsc.com.vn
Nguyễn Hà Minh Anh Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng anhnhm@bvsc.com.vn	Nguyễn Viết Dân Cảng biển, Vận tải biển dannv@bvsc.com.vn	Nguyễn Hồng Hoa Chiến lược thị trường hoanh@bvsc.com.vn
Trần Tuấn Dương, CFA Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng duongtt@bvsc.com.vn	Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	Nguyễn Đăng Thành Dầu khí, Hàng không thanhd@bvsc.com.vn
Nguyễn Minh Khôi Vật liệu xây dựng khoim@bvsc.com.vn		



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, P. Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, P. Sài Gòn, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888