

Petro Vietnam Gas (GAS)

Đánh thức động lực tăng trưởng mới

Tóm tắt 2024: LPG dẫn dắt doanh thu và lợi nhuận gộp

Doanh thu năm 2024 tăng 15% n/n, đạt 103.6 nghìn tỷ đồng (99.6% dự báo KIS), lợi nhuận gộp (LN gộp) ghi nhận tăng nhẹ 4% n/n, đạt 17.7 nghìn tỷ đồng (101% dự báo KIS) được thúc đẩy bởi mảng LPG. Tổng sản lượng khí khô nội địa đạt 6.0 BCM (-16% n/n). Sản lượng LPG tăng vọt lên 3.1 triệu tấn (+27% n/n) nhờ hoạt động thương mại quốc tế, đẩy doanh thu LPG lên mức cao kỷ lục. Ngoài ra, sản lượng LNG đạt mức 0.4 BCM trong năm đầu hoạt động.

Năm 2024, GAS trích lập tổng cộng 1.9 nghìn tỷ đồng dự phòng nợ xấu, đẩy chi phí BH&QL tăng lên 5.6 nghìn tỷ đồng (+40% n/n). Điều này kéo LNST 2024 xuống còn 10.6 nghìn tỷ đồng (-10% n/n, 99% dự báo KIS). Nếu loại trừ trích lập dự phòng, LNST có thể tăng nhẹ 1.7% n/n.

Trung dài hạn: dẫn dắt bởi LNG và mỏ khí Lô B

Chúng tôi dự báo tiêu thụ khí khô (các mỏ hiện hữu) sẽ giảm lần lượt 5%/10%/21%/6%/8% trong giai đoạn 2025-29F. Đồng thời, chúng tôi dự phóng tiêu thụ LNG có thể tăng trưởng 73%/45%/16%/15%/13% theo tiến độ lắp đặt công suất tại các nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 (NT3&4). LNG cũng sẽ đóng vai trò quan trọng như một nguồn cấp bù từ năm 2025. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng Lô B có dòng khí đầu tiên vào cuối 2027F, và tạo ra đột phá cho LN gộp từ vận chuyển khí trong 2028-29F. EPS được dự báo tăng 7% CAGR trong 2025-29F.

Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GAS với giá mục tiêu **79,300 đồng/cp** cho **chiến lược đầu tư dài hạn**:

- Năm 2025F, bất chấp mảng LNG tích cực, áp lực trích lập dự phòng và triển vọng giá dầu không khả quan sẽ là yếu tố bất lợi cho cổ phiếu GAS.
- Năm 2026F, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng LNST cao hơn, sẽ là chất xúc tác cải thiện định giá, đến từ (1) giảm áp lực dự phòng khi giá điện EVN cải thiện, (2) mảng LNG khả quan với Nhơn Trạch 3&4 vận hành quanh năm và nhu cầu khí gia tăng. Và (3) dòng khí Lô B đóng góp trong năm 2028-29F, mở ra động lực tăng trưởng bền vững mới.

	2023A	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	89,954	103,564	114,541	120,522	121,770
LN hoạt động (tỷ đồng)	12,906	12,042	12,651	13,958	13,342
LN trước thuế (tỷ đồng)	14,640	13,172	13,843	15,173	14,301
LN ròng (tỷ đồng)	11,793	10,590	11,151	12,223	11,520
EBITDA (tỷ đồng)	18,006	16,354	16,946	18,524	18,048
Nợ ròng (tỷ đồng)	206	(2,425)	(3,077)	(95)	2,089
Biên LN hoạt động (%)	14.3	11.6	11.0	11.6	11.0
ROE (%)	18.7	16.7	17.6	18.1	16.0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	4.0	8.4	4.1	4.1	4.1
EPS (đồng, điều chỉnh)	5,053	4,527	4,778	5,237	4,936
Tăng/giảm (% n/n)	(21.6)	(10.4)	4.2	9.6	(5.8)
BPS (đồng, điều chỉnh)	27,887	26,232	27,971	30,051	31,839
DPS (đồng, điều chỉnh)	5,843	6,000	3,000	3,000	3,000
PE (x)	14.7	15.7	14.9	13.6	14.4
PB (x)	2.7	2.8	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA (x)	10.9	10.5	10.0	9.0	9.5

Công ty PT chuyên sâu

Dầu khí

27/02/2025

Đánh giá **MUA (Duy trì)**

Giá mục tiêu **79,300**

Lợi nhuận **+16%** (gồm 30% cổ tức tiền mặt)

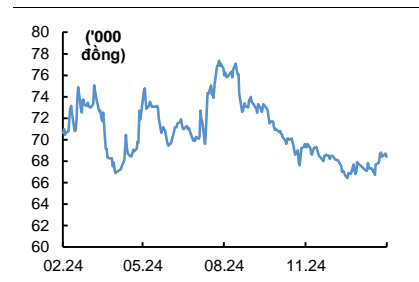
Thông kê

VNIIndex (26/02, điểm)	1,303
Giá cp (26/02, đồng)	68,400
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,233
SLCP lưu hành (triệu)	2,343
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	77,350/66,400
GTGDĐT 6T (tỷ đồng)	1.93
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	5.0/1.7
Cổ đông lớn (%)	
PVN	95.76

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	1.9	(10.3)	(3.1)
Tương đối với VNI (%p)	(1.1)	(12.0)	(8.4)

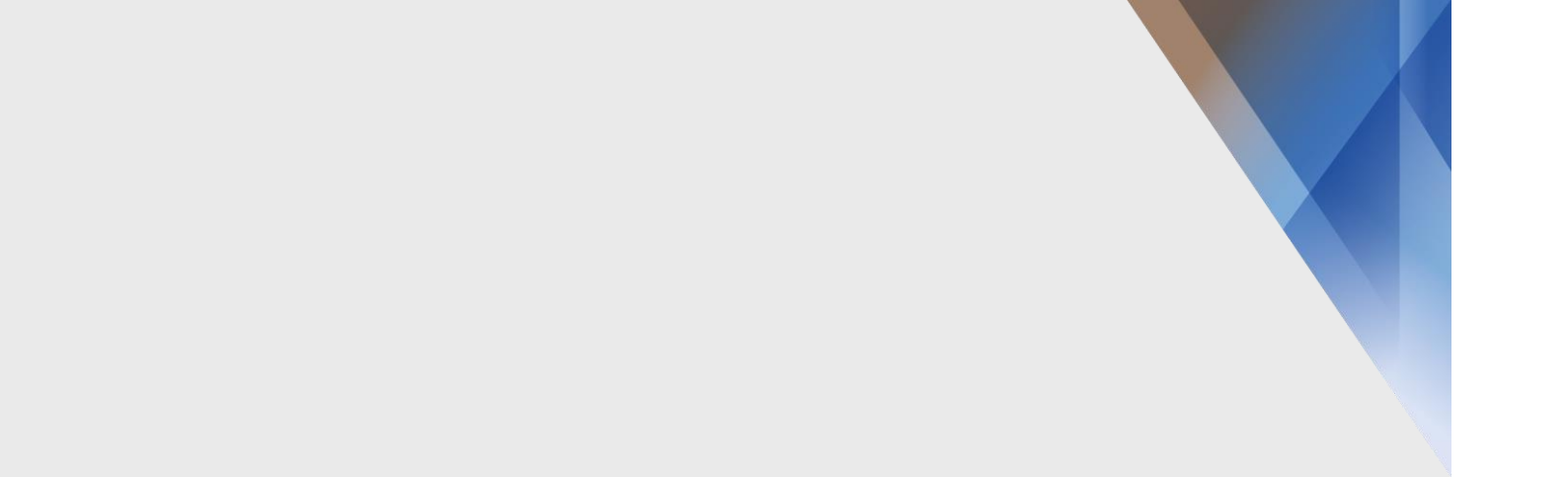
Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: FiinproX

Research Dept

researchdept@kisvn.vn



Nội dung

I. Tóm tắt 2024: LPG dẫn dắt tăng trưởng doanh thu và LN gộp	2
<hr/>	
II. Dự phóng giai đoạn 2025-29F	5
<hr/>	
1. Mạng khí nội địa (các mỏ hiện hữu)	5
2. Dự án Lô B – Ô Môn	6
3. Mạng LNG	7
4. Mạng LPG	9
<hr/>	
III. Rủi ro cần xem xét: Giá dầu kém khả quan trong 2025F	10
<hr/>	
IV. Khuyến nghị và định giá	11
<hr/>	

Tổng quan báo cáo

- Tóm tắt kết quả kinh doanh 2024
- Dự phóng cho giai đoạn 2025-29F
- Định giá và khuyến nghị cho cổ phiếu GAS

I. 2024: LPG dẫn dắt tăng trưởng doanh thu và LN gộp

Doanh thu 2024 tăng 15% n/n lên 103.6 nghìn tỷ đồng (99.6% dự báo KIS, Hình 1), LN gộp cũng tăng nhẹ 4% n/n lên 17.7 nghìn tỷ đồng (101% dự báo KIS, Hình 3), thúc đẩy bởi LN gộp từ mảng kinh doanh LPG. Cụ thể:

• Màng khí tự nhiên:

Tổng sản lượng khí tự nhiên đạt hơn 6.4 BCM (-11% n/n, Hình 5), trong đó khí khô nội địa đạt 6.0 BCM theo ước tính của chúng tôi (-16% n/n). Trong đó, sản lượng LNG ghi nhận ở mức 0.4 BCM trong 2024 trong năm đầu hoạt động. Các động lực chính gồm:

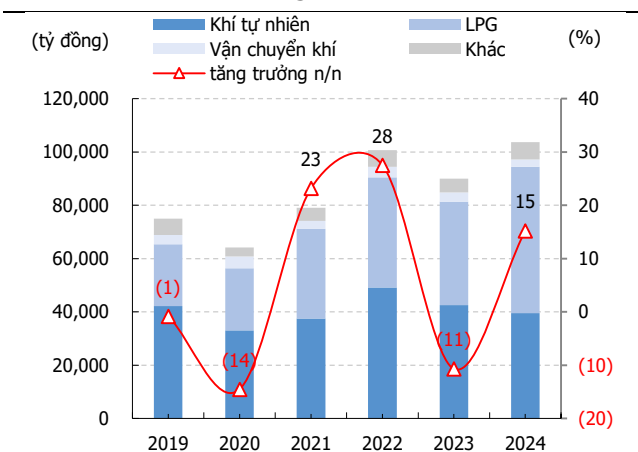
- (1) Nhu cầu từ khách hàng điện thấp do hệ số công suất nhiệt điện khí giảm xuống 32% (từ 43% của 2023, Hình 6) trong bối cảnh hợp đồng BOT của Phú Mỹ 3 hết hạn từ tháng 3/2024.
- (2) Khả năng cấp khí suy giảm dẫn đến tăng huy động từ các nguồn đất đỏ như Sao Vàng – Đại Nguyệt. Điều này không chỉ gây thiếu hụt nguồn cung trong mùa cao điểm mà còn đẩy giá lên cao và kìm hãm nhu cầu trong mùa thấp điểm (Hình 7, 8).

Doanh thu khí tự nhiên giảm 7% n/n trong khi LN gộp tăng 5.2% n/n, lần lượt hoàn thành 96% và 114% dự báo của chúng tôi. Biên gộp mở rộng 3.0%p lên 26.3% nhờ giá bán cải thiện khi giá FO tăng.

• Màng LPG:

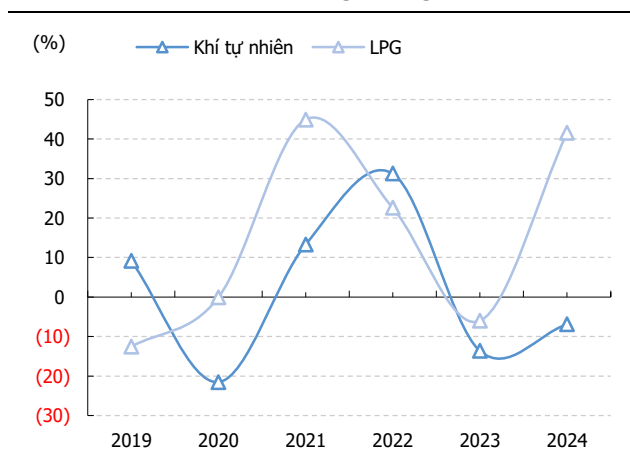
Sản lượng LPG tăng vọt lên 3.1 triệu tấn (+27% n/n) nhờ hoạt động thương mại quốc tế (+74% n/n theo ước tính của chúng tôi). Doanh thu LPG lập kỷ lục 54.9 nghìn tỷ đồng (+42% n/n, 100% dự báo KIS). Tuy nhiên, LN gộp chỉ tăng 23% n/n lên 4.3 nghìn tỷ đồng (86% dự báo KIS) do biên gộp thu hẹp còn 7.8%, thấp hơn so với 6T24 và 2023: 9.0%.

Hình 1. Doanh thu 2024 tăng 15% n/n ...



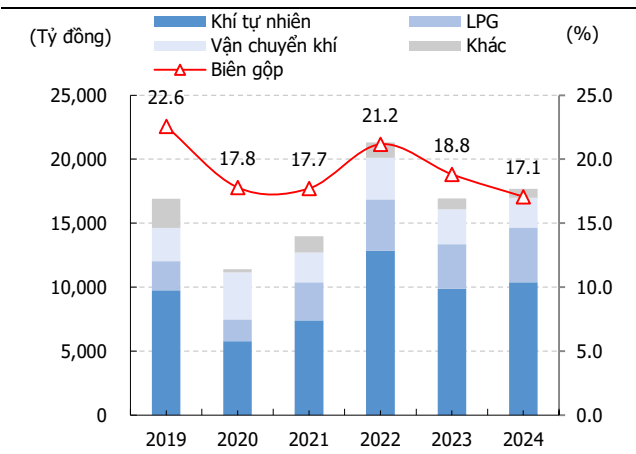
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 2. ... được dẫn dắt bởi tăng trưởng của LPG



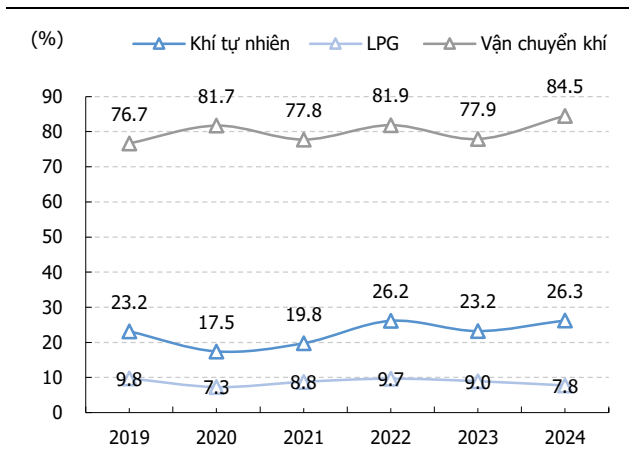
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 3. Tăng trưởng LN gộp cũng được dẫn dắt bởi LPG



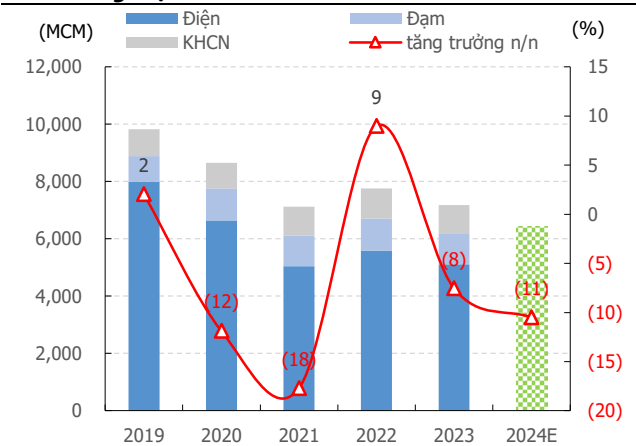
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 4. Biên gộp theo từng phân khúc



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 5. Tổng sản lượng khí giảm 11% n/n bị ảnh hưởng nhóm khách hàng Điện ...



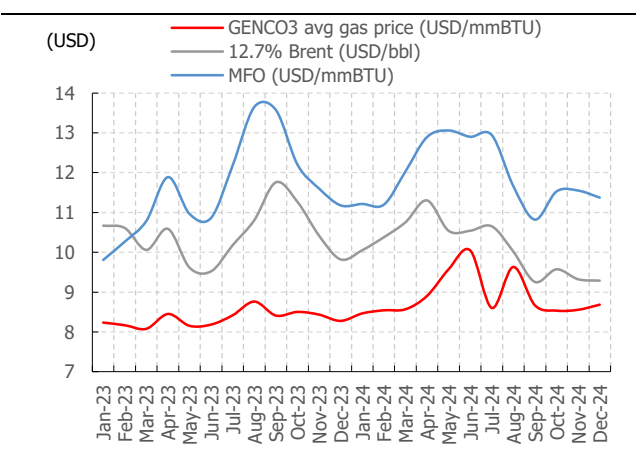
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 6. ... do hệ số công suất điện khí giảm mạnh còn 32%

capacity factor	2021	2021	2022	2023	2024
Thủy điện	41%	42%	49%	38%	45%
Điện than	68%	58%	48%	57%	57%
Điện khí (nội địa)	55%	42%	47%	43%	32%
Điện khí LNG	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
NLTT	12%	19%	19%	20%	20%

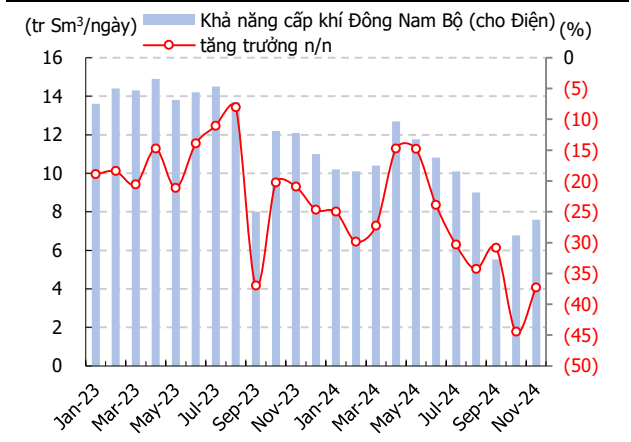
Nguồn: EVN, KIS Research

Hình 7. Giá bán tăng theo giá FO thế giới ...



Nguồn: GENCO3, Bloomberg, KIS Research

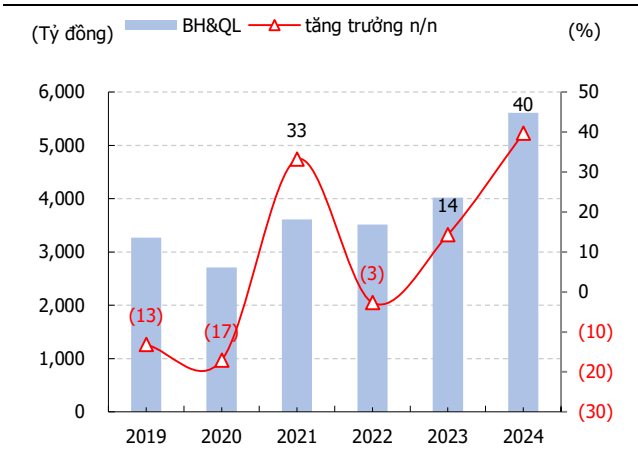
Hình 8. ... và khả năng cấp khí giảm khiến GAS phải tăng huy động từ các nguồn có chi phí khai thác cao



Nguồn: GENCO3, KIS Research

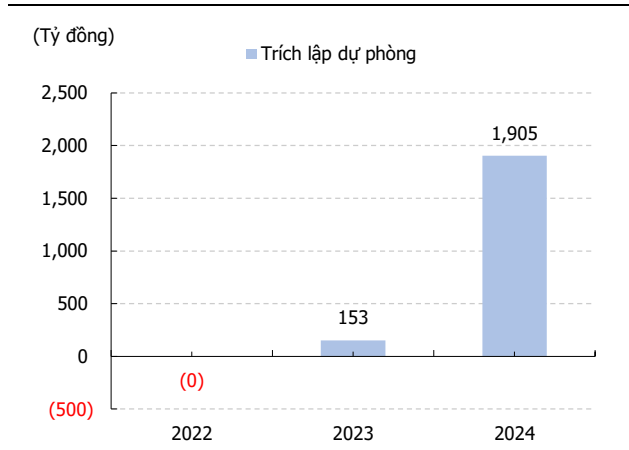
Trong 2024, GAS trích lập 1.9 nghìn tỷ đồng dự phòng phải thu khó đòi, đẩy chi phí bán hàng và quản lý (BH&QL) lên 5.6 nghìn tỷ đồng (+40% n/n). Điều này kéo LNST 2024 xuống còn 10.6 nghìn tỷ đồng (-10% n/n, 99% dự báo KIS). Loại bỏ tác động của trích lập dự phòng, LNST có thể đã tăng nhẹ 1.7% n/n.

Hình 9. Chi phí BH&QL tăng mạnh 40% n/n trong 2024 ...



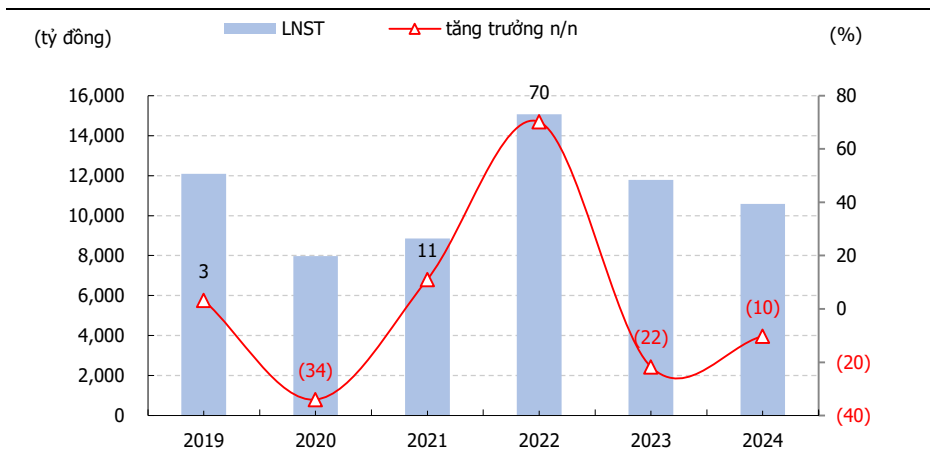
Nguồn: FiiproX, KIS Research

Hình 10. ... do mức trích lập dự phòng 1.9 nghìn tỷ



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 11. LNST theo đó giảm 10% n/n trong 2024



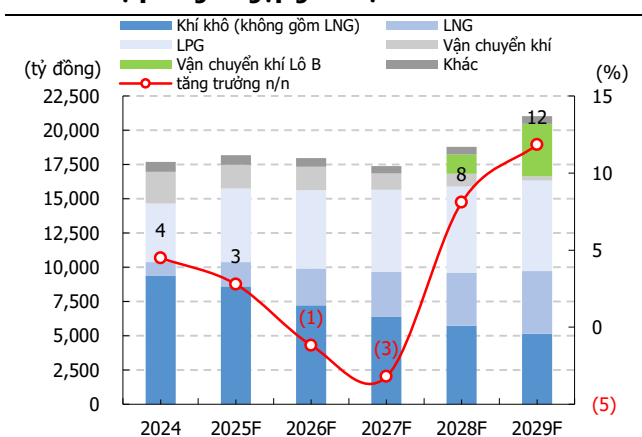
Nguồn: FiiproX, KIS Research

II. Dự phóng giai đoạn 2025-29F

Trong 2025F, chúng tôi cho rằng LNST của GAS sẽ tiếp tục chịu áp lực đáng kể từ các khoản dự phòng phải thu khó đòi, chủ yếu đến từ các nhà máy điện của POW, do khó khăn tài chính của EVN. Chúng tôi kỳ vọng tình hình tài chính của EVN sẽ cải thiện mạnh từ 2026F nhờ lộ trình tăng giá điện, qua đó giúp LNST của GAS hưởng lợi từ việc cắt giảm và hoàn nhập dự phòng. Trong 2025-26F, chúng tôi dự báo sản lượng LNG sẽ tăng trưởng mạnh nhờ công suất lắp đặt cao hơn tại Nhơn Trạch 3&4. Theo đó, đóng góp LN gộp từ mảng LNG sẽ đóng vai trò quan trọng, bù đắp sự suy giảm của khí khô trong nước. Trong 2028-29F, chúng tôi kỳ vọng Lô B – Ô Môn sẽ là động lực tăng trưởng chính, với dòng khí đầu tiên dự kiến vào cuối 2027 - đầu 2028.

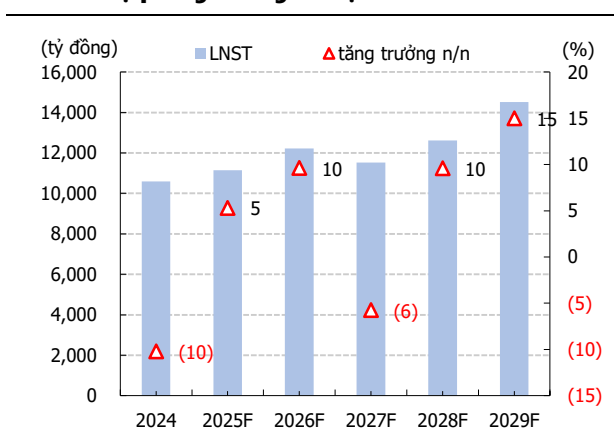
Chúng tôi dự báo LNST của GAS trong giai đoạn 2025-29F lần lượt đạt 11.2/12.2/11.5/12.6/14.5 nghìn tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng +5%/+10%/-6%/+10%/+15% n/n.

Hình 12. Dự phóng LN gộp giai đoạn 2025-28F



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Hình 13. Dự phóng LNST giai đoạn 2025-28F



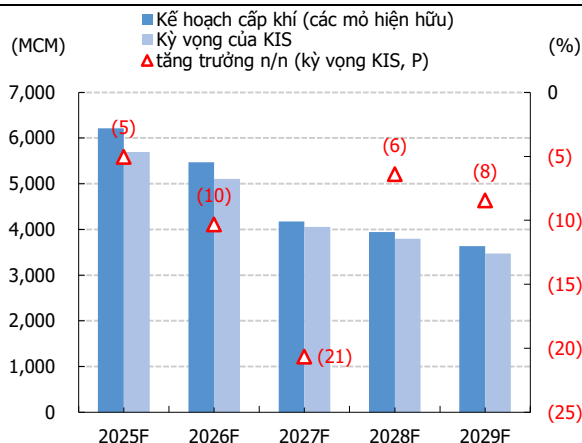
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

1. Mảng khí khô nội địa (các mỏ hiện hữu)

Chúng tôi dự báo tổng sản lượng tiêu thụ khí khô (từ các mỏ khí hiện hữu) có thể giảm lần lượt 5%/10%/21%/6%/8% trong giai đoạn 2025-29F, chủ yếu do nguồn cung suy giảm mạnh. Theo ước tính của chúng tôi, nguồn cung khí trong 2025F có thể vẫn đáp ứng đủ nhu cầu, nhưng từ 2026F, các nhà máy điện có thể đối mặt với tình trạng thiếu hụt khí.

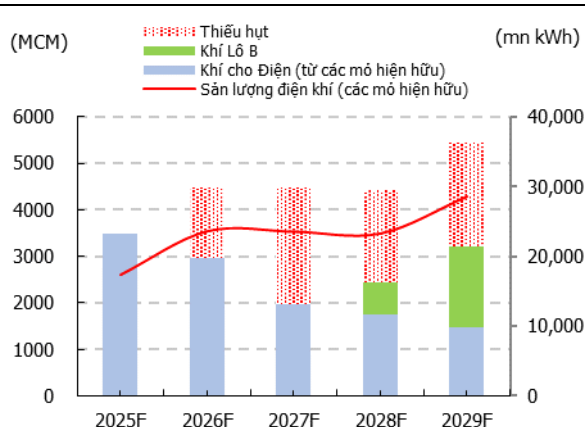
- **2025F:** Chúng tôi dự báo sản lượng điện khí có thể giảm 21% n/n với hệ số công suất thấp hơn, chỉ đạt 27% (so với 32% trong 2024), kéo theo mức tiêu thụ khí của nhóm này giảm 19% trong 2025F. Nguyên nhân có thể bao gồm: (1) Sản lượng thủy điện giá rẻ có thể dồi dào nhờ hiệu ứng La Nina và Trung tính kéo dài đến 1H25F, làm giảm sức cạnh tranh của nhiệt điện khí. (2) Hợp đồng BOT của Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3 hết hạn. (3) Sự thay thế trực tiếp khi EVN ưu tiên huy động Nhơn Trạch 3&4 theo cam kết trong PPA. Mặt khác, chúng tôi cho rằng nhu cầu khí từ nhóm khách hàng công nghiệp (KHCN) có thể phục hồi 8% trong 2025F. Do đó, chúng tôi dự báo tổng tiêu thụ khí trong nước sẽ giảm 5% n/n trong 2025F.

Hình 14. Kế hoạch cấp khí của PVN so với dự phóng tiêu thụ khí của KIS



Nguồn: POW, PVN, KIS Research ước tính

Hình 15. Các nhà máy điện khí có thể đổi mặt tình trạng thiếu khí từ năm 2026F



Nguồn: KIS Research ước tính

- 2026-29F: Trong trung-dài hạn, chúng tôi kỳ vọng khả năng cấp khí có thể thấp hơn nhu cầu khí khô, do nguồn cung khí tiếp tục suy giảm nhanh chóng trong khi nhu cầu điện quốc gia có thể tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn này.

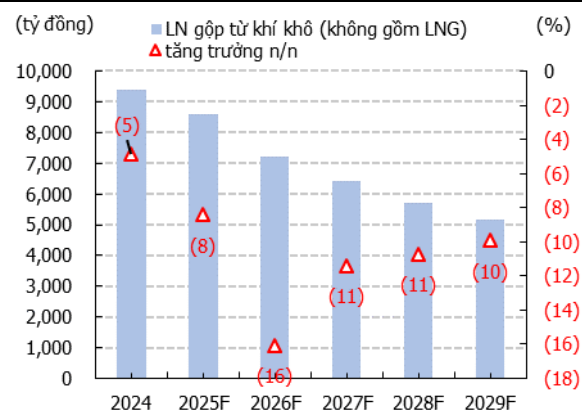
Do đó, LN gộp từ bán khí các mỏ trong nước dự báo sẽ giảm lần lượt 8%/16%/11%/11%/10% trong giai đoạn 2025-28F.

Hình 16. Hệ số công suất các nguồn phát điện giai đoạn 2025-29F

capacity factor	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Thủy điện	46%	44%	47%	48%	46%
Điện than	64%	66%	65%	67%	65%
Điện khí (nội địa)	27%	37%	36%	36%	38%
Điện khí LNG	46%	65%	65%	65%	70%
NLTT	19%	21%	21%	21%	22%

Nguồn: KIS Research ước tính

Hình 17. Dự phóng LN gộp từ Khí khô giai đoạn 2025-29F

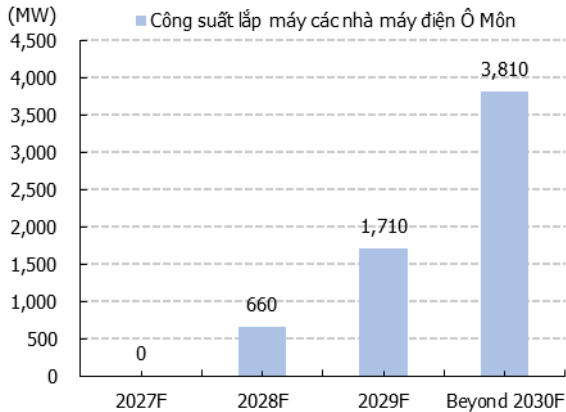


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

2. Dự án Lô B – Ô Môn

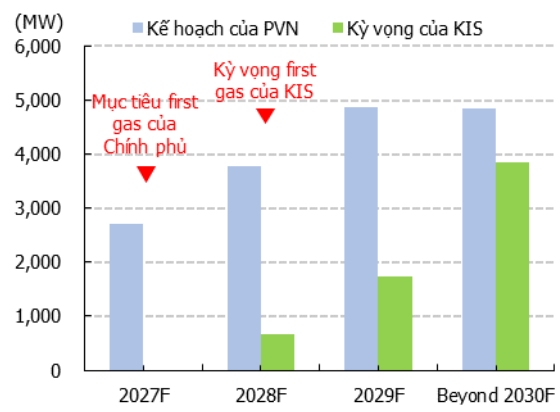
Chúng tôi tin rằng dự án có thể đón dòng khí đầu tiên (first gas) vào cuối 2027F đến đầu 2028F (chậm 01 năm so với kế hoạch công bố). Hơn nữa, tại giai đoạn first gas, chúng tôi cho rằng Lô B có thể chỉ cung cấp khí cho nhà máy điện Ô Môn I (660 MW), vốn sẽ chuyển đổi từ sử dụng FO sang khí Lô B. Đến đầu 2029F, chúng tôi kỳ vọng Ô Môn II (1,050 MW) có thể đi vào vận hành (phù hợp với kỳ vọng của chủ đầu tư). Trong khi đó, Ô Môn III và IV (mỗi nhà máy 1,050 MW) có thể hoạt động trong giai đoạn sau 2030F do chúng tôi nhận thấy chưa có tiến triển đáng kể.

Hình 18. Kỳ vọng hệ số lắp máy các nhà máy điện Ô Môn



Nguồn: POW, KIS Research ước tính

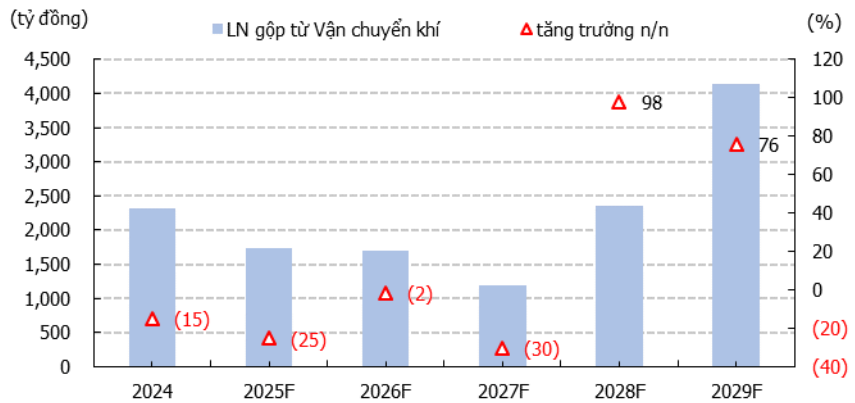
Hình 19. Kế hoạch của PVN so với kỳ vọng của chúng tôi



Nguồn: KIS Research ước tính

Nhờ đóng góp từ phí vận chuyển đường ống Lô B – Ô Môn, chúng tôi cho rằng LN gộp từ mảng vận chuyển khí có thể bùng phá trong giai đoạn 2028-29F (Hình 20).

Hình 20. Dự phóng LN gộp từ Vận chuyển khí giai đoạn 2025-28F

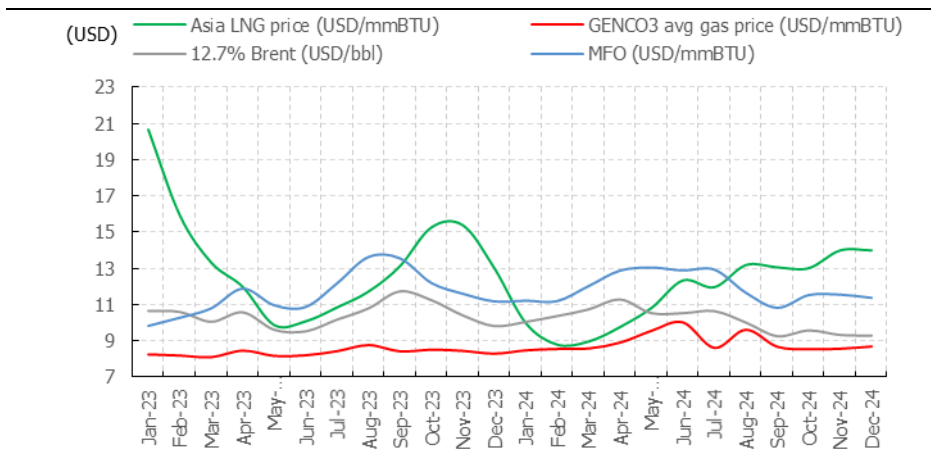


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

3. Mảng LNG

Theo quan sát của chúng tôi, PV GAS chủ yếu mua LNG trong 2Q24 (khoảng 245 nghìn tấn) nhằm phục vụ sản xuất điện, khi EVN sử dụng LNG để duy trì ổn định lưới điện trong mùa khô bất chấp chi phí cao. Kể từ đó, PV GAS chỉ nhập thêm một chuyến LNG (50.7 nghìn tấn). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính khiến tiêu thụ LNG trầm lắng là do giá không thuận lợi và nhu cầu giảm khi cao điểm mùa khô kết thúc. Giá LNG giao ngay tại châu Á cũng duy trì ở mức cao, khoảng 12-14 USD/mmBTU trong 2H24, cao hơn đáng kể so với giá khí đầu vào của GENCO3 trong khoảng 8.5-10 USD/mmBTU và giá LNG đầu vào bình quân của GAS trong 1H24 là 9.5 USD/mmBTU (Hình 21).

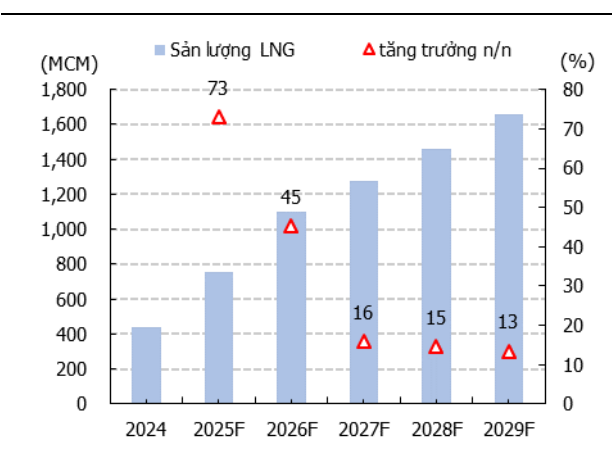
Hình 21. Giá LNG cao hơn đáng kể so với giá khí nội địa



Nguồn: GENCO3, Bloomberg, FRED, KIS Research

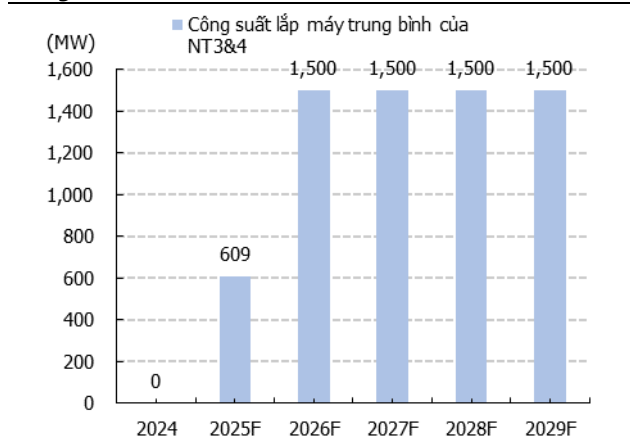
Theo nguồn tin từ POW, tiến độ xây dựng tại NT3&4 đã đạt 94% và dự kiến sẽ chạy thử từ nay đến hết 1H25. NT3&4 sẽ lần lượt vận hành thương mại vào Tháng 6 và Tháng 9/2025, chậm 4 tháng so với kế hoạch trước đó (vào Tháng 2 và Tháng 5/2025). Vào ngày 4/10, POW và EVNEPTC đã ký Hợp đồng mua bán điện (PPA) cho NT3&4, tuy nhiên Qc vẫn chưa được xác định. Chúng tôi cho rằng Qc có thể dao động trong khoảng 40-70% và GSA có thể được chốt trong 1H25F với tỷ lệ bao tiêu tương ứng.

Hình 22. Tiêu thụ LNG dự kiến sẽ tăng nhanh ...



Nguồn: Trade data, KIS Research ước tính

Hình 23. ... nhờ công suất lắp máy của NT3&4 tăng mạnh trong 2025-27F

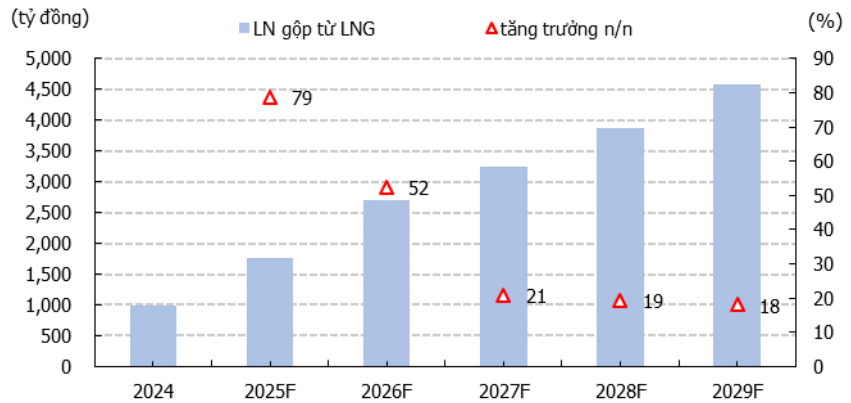


Nguồn: KIS Research ước tính

Với việc khách hàng chủ yếu của LNG là các nhà máy điện, chúng tôi tin rằng GAS chủ yếu hưởng lợi từ phí tái hóa khí và tồn trữ tại Kho LNG Thị Vải, cũng như phí vận chuyển (qua đường ống hoặc container ISO), với tổng cước phí ước tính khoảng 3-4 USD/mmBTU.

Chúng tôi dự báo tổng tiêu thụ LNG sẽ tăng lần lượt 73%/45%/16%/15%/13% trong giai đoạn 2025-29F. Động lực chính là GSA với NT3&4, dự kiến sẽ vận hành thương mại lần lượt vào Tháng 6 và Tháng 9/2025. Theo đó, LN góp từ LNG có thể tăng lần lượt 79%/52%/21%/19%/18% trong giai đoạn 2025-29F.

Hình 24. LN gộp từ LNG giai đoạn 2025-29F

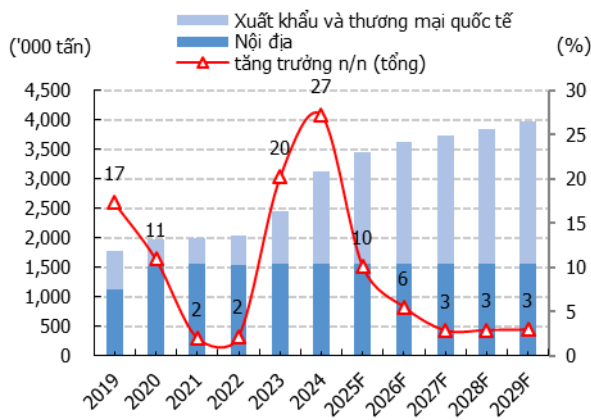


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

4. Màng LPG

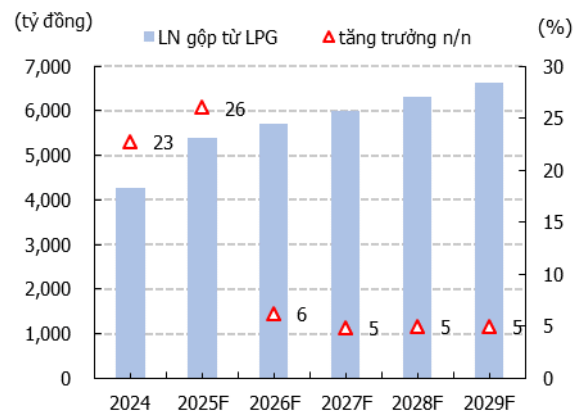
Chúng tôi kỳ vọng GAS sẽ duy trì vị thế thống lĩnh thị trường LPG nội địa, nhưng sản lượng bán trong nước dự kiến sẽ đi ngang trong giai đoạn 2025-28F do (1) sự cạnh tranh gay gắt giữa các nhà nhập khẩu LPG và (2) nguy cơ cạnh tranh từ sản phẩm LNG mới với mức giá bán thường thấp hơn.

Hình 25. Sản lượng có thể tiếp đà tăng trưởng



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Hình 26. Dự phòng LN gộp từ LPG trong 2025-28F



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Với dự địa tăng trưởng tương đối hạn chế tại thị trường nội địa, GAS đã đẩy mạnh sản lượng LPG trong hoạt động thương mại quốc tế. Năm 2024, sản lượng LPG đạt 3.1 triệu tấn, tương ứng mức tăng 27% n/n. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng LPG có thể tiếp tục đà tăng ở mức 10%/6%/3%/3%/3% trong giai đoạn 2025-29F. Theo đó, LN gộp từ LPG có thể tăng lần lượt 26%/6%/5%/5%/5% trong cùng kỳ.

III. Rủi ro cần xem xét: Giá dầu kém khả quan trong 2025F

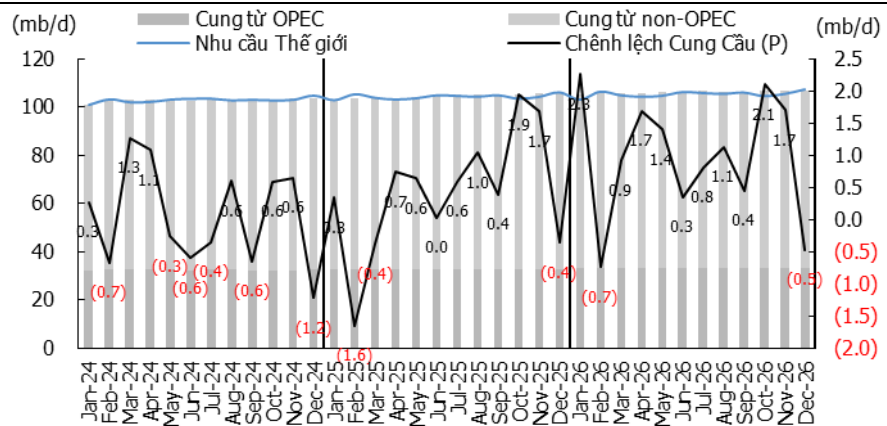
EIA hiện duy trì dự báo giá Brent trung bình 2025F giảm -7.5% n/n, xuống 74 USD/thùng, trong khi dự báo đồng thuận Bloomberg đang ở mức 73.7 USD/thùng, -7.9% n/n (xem thêm dự báo của các tổ chức khác trong Bảng 1).

Bảng 1. Dự phóng giá dầu của một số tổ chức lớn

Tổ chức	Dự phóng 2025F (USD/bbl)	Thay đổi n/n (% vs 2024E: 80)	Ngày dự phóng	Luận điểm chính
Morgan Stanley	70	(12.5)	5-Dec	- Ngân hàng này hạ ước tính sản lượng sản xuất của OPEC-9 sau khi OPEC+ gia hạn biện pháp giảm sản lượng tự nguyện 2.2 mb/d. - Dự thừa nguồn cung có thể ở mức +0.8 mb/d.
JP Morgan Chase	73	(8.8)	19-Dec	- Những chính sách có khả năng làm tăng giá dầu như gây áp lực lên Iran, Venezuela, Nga có thể không được ông Trump ưu tiên so với việc giữ giá năng lượng thấp. - Giá định OPEC sản xuất ở mức hiện tại trong suốt 2025.
EIA	74	(7.5)	11-Feb	- Sản xuất dầu khí toàn thế giới có thể tăng +1.9 mb/d trong 2025. - Sự trì hoãn tăng sản lượng của OPEC+ sẽ giữ giá dầu ở mức hiện tại trong 1Q25. - Hoạt động sản xuất tăng dần cộng với nhu cầu tăng trưởng yếu dẫn đến tăng tồn kho dầu trên toàn thế giới và gây áp lực cho giá dầu trong giai đoạn 2H25 – 2026.
Goldman Sachs	76	(5.0)	6-Dec	- Sản lượng dầu thô của Saudi Arabia có thể tăng lên 9.25mb/d vào cuối 2025, và OPEC+ tăng sản lượng từ tháng 7. - Dự thừa nguồn cung có thể thấp ở +0.4mb/d do tăng cung (từ Mỹ, Canada và Na Uy) gần như được bù đắp bởi sự giảm sản lượng của OPEC và Nga.
Barclays	83	3.8	16-Dec	- Kỳ vọng sự bùng nổ của cung dầu có thể đã bị thổi phồng quá mức. - OPEC có thể chơi “trò chơi chờ đợi”, gia hạn các biện pháp cắt sản lượng. - Thặng dư thị trường thấp ở mức +0.37mb/d.
Đồng thuận Bloomberg	73.65	(7.9)	21-Feb	- N/A.

Nguồn: Media, EIA, Bloomberg, KIS Research

Hình 27. EIA dự báo dư cung kéo dài trong 2025F và có thể trở nên trầm trọng hơn trong 2026F



Nguồn: EIA (Feb STEO report), KIS Research

Trong trường hợp nền kinh tế thế giới (phản ánh qua nền kinh tế Mỹ và Trung Quốc) không đạt kỳ vọng, dự báo giá dầu có thể tiếp tục bị điều chỉnh giảm. Ngoài ra, chúng tôi lưu ý rằng kế hoạch thúc đẩy sản xuất năng lượng của ông Trump có thể dẫn đến gia tăng khai thác thượng nguồn, bao gồm việc đảo ngược các sáng kiến khí hậu của chính quyền Biden và dỡ bỏ lệnh cấm fracking.

Do Mỹ là nước xuất khẩu dầu ròng lớn, nếu chính quyền Trump thực hiện các cam kết này, nguồn cung có thể tăng nhanh và gây áp lực lên giá dầu toàn cầu.

Bên cạnh đó, các động thái gần đây của ông Trump nhằm thúc đẩy một thỏa thuận hòa bình cho xung đột Nga-Ukraine cũng có thể tạo áp lực giảm đối với giá dầu, do các nhà đầu tư dờ bỏ war premium và kỳ vọng dòng dầu thuận lợi hơn từ Nga.

IV. Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GAS với giá mục tiêu **79,300 đồng/cp** cho **chiến lược đầu tư dài hạn**:

- Năm 2025F, bất chấp mảng LNG tích cực, áp lực trích lập dự phòng và triển vọng giá dầu không khả quan sẽ là yếu tố bất lợi cho cổ phiếu GAS.
- Năm 2026F, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng LNST cao hơn, tạo động lực cải thiện định giá, nhờ vào (1) giảm áp lực dự phòng khi giá điện EVN cải thiện, (2) mảng LNG khả quan với Nhơn Trạch 3&4 vận hành quanh năm và nhu cầu khí gia tăng. Và (3) dòng khí Lô B đóng góp trong 2028-29F, mở ra động lực tăng trưởng bền vững mới.

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên định giá kết hợp giữa P/E (30%; với P/E mục tiêu: 18x) và định giá DCF (70%; với lãi suất phi rủi ro: 4.5%, beta: 1.0, phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu: 8.0% và tốc độ tăng trưởng dài hạn: 2%).

Các rủi ro giảm giá có thể bao gồm triển vọng giá dầu toàn cầu tiếp tục xấu đi, đặc biệt là giá FO. Việc trì hoãn đàm phán GSA cho nguồn cung LNG tới NT3&4, cũng như tiến độ phát triển dự án Lô B – Ô Môn, có thể dẫn đến điều chỉnh định giá của cổ phiếu GAS.

Chi phí VCSH - giá định

Chỉ tiêu	
Beta	1.0
Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Phần bù rủi ro VCSH	8.0%
Chi phí VCSH	12.5%

Nguồn: KIS Research

WACC - giá định

Chỉ tiêu	
Chi phí sử dụng vốn vay	5.5%
Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu	21.6%
Thuế TNDN	20.0%
WACC	10.75%

Nguồn: KIS Research

FCFF 2025-29F

FCFF	FY2025F	FY2026F	FY2027F	FY2028F	FY2029F
LNST-CTM	10,948	12,002	11,311	12,398	14,260
cộng: khấu hao	2,804	2,932	3,054	5,857	5,929
trừ: capex	(1,265)	(7,269)	(7,207)	(3,668)	(831)
(tăng) / giảm vốn lưu động	(1,525)	(1,055)	(468)	(730)	(1,030)
trừ: khen thưởng & phúc lợi	(329)	(361)	(340)	(373)	(429)
cộng: lãi vay x (1-thuế TNDN)	241	338	559	531	331
Dòng tiền tự do cho DN	10,873	6,587	6,908	14,015	18,230
GTHT của dòng tiền	9,701	5,251	4,938	8,940	10,305
GTHT của giá trị cuối cùng					120,125

Nguồn: KIS Research

Định giá DCF

Chỉ tiêu	FY2025
Tổng GTHT của dòng tiền HĐKD	159,259
WACC	10.75%
Cộng: Tiền mặt	12,083
Trừ: Nợ	(3,557)
Cộng: Đầu tư ngắn hạn	32,722
Đầu tư vào công ty LDLK	377
Giá trị VCSH	197,038
SLCP đang lưu hành (triệu)	2,343
Giá mục tiêu	85,749
Điều chỉnh cổ tức (T9/2024, 60%)	79,749

Nguồn: KIS Research

Định giá PE

Chỉ tiêu	FY2025
Forward EPS 2025F	4,685
PE mục tiêu	18x
Giá mục tiêu	84,321
Điều chỉnh cổ tức (T9/2024, 60%)	78,321

Nguồn: KIS Research

Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá trị
DCF	79,749	70%	55,825
Định giá PE	78,321	30%	23,496
Giá mục tiêu của GAS			79,300

Nguồn: KIS Research

Cân đối kế toán

(tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2023A	2024	2025F	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn	62,218	57,296	65,529	67,773	68,490
Tiền và tương đương tiền	5,669	5,649	7,445	7,834	7,915
Phải thu	16,865	19,104	21,574	22,705	22,923
Hàng tồn kho	3,945	4,599	6,072	6,743	7,149
Tài sản dài hạn	56,549	51,646	58,083	59,939	60,575
Tài sản cố định	19,532	18,222	16,967	15,439	13,731
Đầu tư tài chính	398	400	398	398	398
Khác	5,607	5,976	6,390	12,562	18,549
Tổng tài sản	87,754	81,894	89,283	96,173	101,168
Người mua trả trước	119	271	152	160	161
Doanh thu chưa thực hiện	1,036	2,241	-	-	-
Phải trả người bán	7,138	6,096	9,089	9,564	9,663
Khác	5,074	5,039	6,461	6,799	6,869
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	1,605	935	1,806	1,918	1,954
Nợ và TP dài hạn	4,271	2,290	2,562	5,820	8,050
Tổng nợ và phải trả	22,456	20,323	24,137	28,539	31,021
VCSH	64,049	60,248	64,241	69,019	73,126
Vốn điều lệ	22,967	23,427	22,967	22,967	22,967
Thặng dư	0	0	0	0	0
Quỹ khác	24,201	27,268	24,201	24,201	24,201
LN giữ lại	16,880	9,553	17,072	21,850	25,957
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,250	1,323	1,597	1,790	1,973
Tổng VCSH	65,299	61,571	65,838	70,810	75,099

Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2023A	2024	2025F	2026F	2027F
Dòng tiền hoạt động	13,827	8,705	10,560	12,047	12,061
LN ròng	14,640	13,172	13,843	15,173	14,301
Khấu hao và khấu trừ	3,027	2,863	2,804	2,932	3,054
Tăng vốn lưu động ròng	16,396	16,875	15,482	16,917	16,423
Dòng tiền đầu tư	(11,249)	7,979	199	(5,661)	(5,582)
Tài sản cố định	(1,841)	(1,822)	(1,265)	(7,269)	(7,207)
Tăng đầu tư tài chính	(9,407)	9,800	1,464	1,608	1,625
Dòng tiền tài chính	(7,463)	(16,711)	(7,564)	(3,520)	(4,625)
Tăng vốn chủ	-	-	-	-	-
Tăng nợ	(344)	(2,740)	181	112	36
Chi trả cổ tức	(7,120)	(13,971)	(6,890)	(6,890)	(6,890)
Dòng tiền khác	5	8	-	-	-
Tăng tiền mặt	(4,880)	(19)	3,195	2,866	1,855

Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2023A	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	89,954	103,564	114,541	120,522	121,770
Giá vốn hàng bán	73,029	85,910	96,362	102,556	104,379
Lợi nhuận gộp	16,925	17,654	18,179	17,966	17,392
Chi phí bán hàng & QLDN	4,019	5,612	5,528	4,008	4,050
LN hoạt động	12,906	12,042	12,651	13,958	13,342
Doanh thu tài chính	2,273	1,737	1,600	1,744	1,762
Thu nhập lãi	2,027	1,885	1,638	1,723	1,741
Chi phí tài chính	587	660	435	555	830
Chi phí lãi vay	340	319	299	419	694
LN khác	20	16	-	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	27	38	27	27	27
LN trước thuế	14,640	13,172	13,843	15,173	14,301
Thuế TNDN	2,846	2,582	2,692	2,950	2,781
LN sau thuế	11,793	10,590	11,151	12,223	11,520
LN ròng cho công ty mẹ	11,606	10,398	10,974	12,029	11,337
EBITDA	18,006	16,354	16,946	18,524	18,048

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2023A	2024	2025F	2026F	2027F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	5,053	4,527	4,778	5,237	4,936
BPS	27,887	26,232	27,971	30,051	31,839
DPS	5,843	6,000	3,000	3,000	3,000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	(10.7)	15.1	10.1	5.2	1.0
LN hoạt động	(27.5)	(6.7)	4.2	10.3	(4.4)
LN ròng	(21.7)	(10.2)	4.2	9.6	(5.8)
EPS	(21.6)	(10.4)	4.2	9.6	(5.8)
EBITDA	(27.5)	(6.7)	4.2	10.3	(4.4)
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	14.3	11.6	11.0	11.6	11.0
Biên LN ròng	13.1	10.2	9.7	10.1	9.5
Biên EBITDA	14.3	11.6	11.0	11.6	11.0
ROA	13.8	12.5	12.7	13.2	11.7
ROE	18.7	16.7	17.6	18.1	16.0
Suất sinh lợi cổ tức	4.0	8.4	4.1	4.1	4.1
Tỷ lệ chi trả cổ tức	58	132	62	56	60
Đòn bẩy					
Nợ ròng (tỷ đồng)	206	(2,425)	(3,077)	(95)	2,089
Nợ ròng/ VCSH (%)	0	(4)	(5)	(0)	3
Định giá (x)					
PE	14.7	15.7	14.9	13.6	14.4
PB	2.7	2.8	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	10.9	10.5	10.0	9.0	9.5

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 27/02/2025.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 27/02/2025.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Petro Vietnam Gas (GAS) và hiện không là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Research Dept

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2025 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà ROX,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TDL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Báo cáo này được thực hiện bởi KIS Vietnam Securities Corp. và chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS Vietnam Securities Corp. không đưa ra - một cách ẩn ý hay rõ ràng - bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp, những người sẽ tự đưa ra quyết định đầu tư mà không phụ thuộc quá mức vào báo cáo này và công ty không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hậu quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của báo cáo.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.