

CTCP TCT Khí Việt Nam (GAS)

LPG duy trì vai trò trụ cột tăng trưởng

22/09/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
anhnv3@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Doanh thu đi ngang trong khi lợi nhuận tăng trưởng mạnh 43% YoY trong 2Q/25 nhờ hoàn nhập trích lập

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2Q2025 đạt 30,104 và 4,748 tỷ VND (0%/43% YoY), nhờ tăng trưởng sản lượng xuất khẩu của mảng LPG bù đắp cho sụt giảm sản lượng khí cung cấp nhà máy điện và ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng trị giá 1,634 tỷ VND. Lũy kế 1H/2025, PVGAS hoàn thành lần lượt 75%/89% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế cả năm 2025.

PVGAS hưởng lợi từ xu hướng tìm kiếm nguồn cung năng lượng thay thế của Campuchia

Việc Campuchia ra lệnh cấm nhập khẩu LPG từ Thái Lan kể từ ngày 22/6/2025 do căng thẳng vũ lực, trong ngắn hạn sẽ là cơ hội để PVGAS gia tăng thị phần, ước tính lên mức 69%. So với dự báo trước, chúng tôi điều chỉnh tăng 13% doanh thu ước tính LPG của PVGAS trong năm 2025, đạt 62,349 tỷ VND (+14% YoY).

Nguồn cung khí được cải thiện nhờ dự án thượng nguồn Tây Nam Bộ ghi nhận tiến độ triển khai mới

Chúng tôi bổ sung sản lượng vận chuyển khí GAS đến từ mỏ từ Nam Du – U Minh (ND-UM) cho 2027 và giai đoạn 2028-2032 lần lượt là 6.8/26.3 tỷ Sm³ (220/875 triệu m³), tương đương 10% sản lượng khí cung cấp hằng năm hiện tại của doanh nghiệp. Giá cước vận chuyển của ND-UM giữ nguyên so với mỏ PM3-CAA nên góp phần bù đắp sụt giảm sản lượng khí của mỏ cũ này trong tương lai.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 73,300 VND/cổ phiếu

Giá cổ phiếu sau những đợt điều chỉnh đã giúp định giá về mức hấp dẫn và phù hợp để nhà đầu tư giải ngân với kỳ vọng hoạt động kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp sẽ cải thiện. Kết hợp 2 phương pháp FCFF và EV/EBITDA để định giá cổ phiếu GAS, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 73,300 VND/cổ phiếu, tương ứng mức upside 17.3% so với giá đóng cửa ngày 19/09/2025.

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND 73,300
Tăng/giảm (%)	17.3%
Giá hiện tại (19/09/2025)	VND 62,500
Giá mục tiêu đồng thuận	74,754 VND
Vốn hóa thị trường	150.8/5.7
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	4.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	4,092/164
Sở hữu nước ngoài (%)	0.8%
Cổ đông lớn	PVN (95.8%)

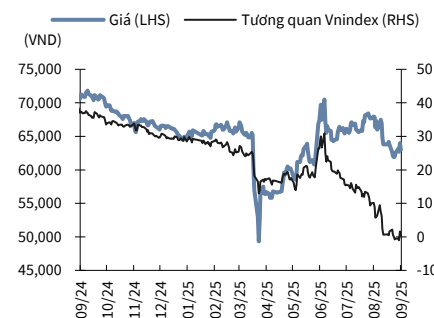
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.0	-2.1	0.6	-2.5
Tương đối	-0.6	-22.6	-25.2	-33.4

Dự phóng KQKD & định giá

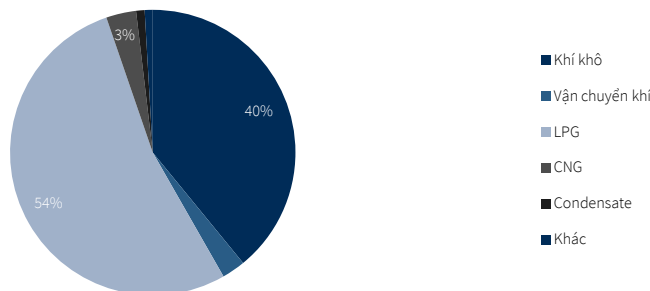
FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	90,014	103,604	107,279	125,499
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	12,906	12,042	15,718	14,128
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	11,606	10,398	13,311	12,386
EPS (VND)	4,972	4,354	5,574	5,186
Tăng trưởng EPS (%)	-20.8	-12.4	28.0	-6.9
P/E (x)	14.8	16.8	13.2	13.8
P/B (x)	2.6	2.9	2.5	2.2
ROE (%)	18.1	17.2	19.2	16.1
Tỷ suất cổ tức (%)	4.2	8.1	2.7	2.8

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Tổng Công ty Khí Việt Nam-CTCP (GAS) được thành lập vào năm 1990, là đơn vị thành viên thuộc Tập Đoàn Dầu Khí Quốc gia Việt Nam. GAS giữ vị thế số 1 về cung cấp khí khô, LPG và LNG tại Việt Nam.

Điểm nhấn đầu tư

Tiêu thụ LNG đến từ các nhà máy điện trở thành trụ cột doanh thu của GAS, giúp cải thiện doanh thu khí khô giai đoạn 2025/2026, đạt 37,122/52,106 tỷ VND, chiếm 37/44% tổng doanh thu.

PVGAS hưởng lợi từ xu hướng tìm kiếm nguồn cung năng lượng thay thế của Campuchia, giúp doanh thu LPG giai đoạn 2025/2026 đạt 62,349/65,503 tỷ VND, chiếm 58/52% tổng doanh thu

Công ty hoàn nhập trích lập dự phòng 1,634 tỷ VND trong Q2/2025 và ngừng trích lập thêm, giúp LNST 2025/2026 đạt 13,311/12,386 (+29/-7% YoY)

Chú thích

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	107,279	125,499	20%	2%	105,651	113,691	2%	10%
EBIT	15,718	14,128	32%	-9%	14,853	14,705	6%	-4%
LNST công ty mẹ	13,311	12,386	29%	-7%	11,872	12,279	12%	1%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá

Kịch bản tích cực	VND 78,150 (Giá đầu ra, đầu vào và sản lượng tích cực)	Kịch bản cơ sở:	1) Giá Brent: 65 USD/thùng 2) Khí khô 2025: 5.7 tỷ m ³
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	VND 73,300	Kịch bản tích cực:	1) Giá Brent: 70 USD/thùng 2) Khí khô 2025: 6.2 tỷ m ³
Kịch bản tiêu cực	VND 68,550 (Giá đầu ra, đầu vào và sản lượng tiêu cực)	Kịch bản tiêu cực:	1) Giá Brent: 60 USD/thùng 2) Khí khô: 5.2 tỷ m ³
Giá hiện tại	VND 62,500		

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu đi ngang trong khi LNST tăng trưởng mạnh 43% YoY trong 2Q/25 nhờ hoàn nhập trích lập

Khả năng thanh toán của các nhà máy điện khí được cải thiện giúp PVGAS ghi nhận hoàn nhập dự phòng 1,634 tỷ VND

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Q2Q25 đạt 30,104 và 4,748 tỷ VND (0%/43% YoY), nhờ tăng trưởng sản lượng xuất khẩu của mảng LPG bù đắp cho sụt giảm sản lượng khí cung cấp nhà máy điện bởi thủy điện được huy động thay thế nhiệt điện. Lũy kế 1H/2025, PVGAS hoàn thành lần lượt 75%/89% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế cả năm 2025.

Trong Q2/2025, PVGAS ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng trị giá 1,634 tỷ VND liên quan tới khoản phải thu chậm trả thanh toán và tranh chấp giá dịch vụ đường ống dẫn khí tại các nhà máy điện khí khu vực Đông Nam Bộ. Trong quý 2, kết quả kinh doanh được cải thiện của các đơn vị điện khí của PVPOWER (bên chiếm hơn 50% giá trị nợ gốc của PVGAS) đã nâng cao đáng kể khả năng thanh toán với PVGAS, góp phần giảm giá gốc nợ xấu còn 873 tỷ VND (-70% so với đầu năm). Cho nửa cuối năm 2025, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của các nhà máy sẽ giữ ổn định nhờ hiệu quả hoạt động được duy trì, nhờ đó PVGAS không còn chịu chi phí trích lập dự phòng. Theo đó, tổng chi phí hoàn nhập dự phòng ước tính cho 2025 là 1,634 tỷ VND (thay cho dự phóng trích lập thêm 1,054 tỷ VND) và doanh nghiệp sẽ không hoàn nhập dự phòng giai đoạn 2026-2028 (thay cho mức hoàn nhập 1,307 tỷ VND như dự phóng trước).

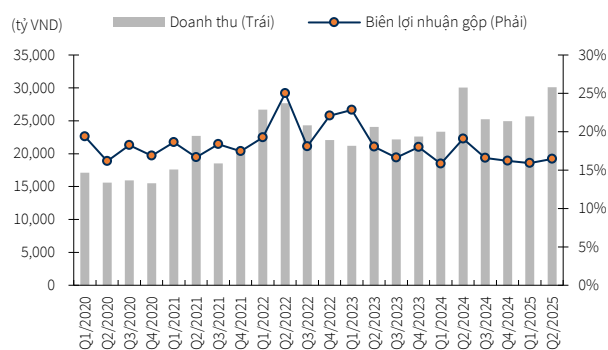
Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh Q2/2025

(tỷ VNĐ)	Q2/2024	Q2/2025	+/-%YoY	6M/2024	6M/2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	30,071	30,104	0%	53,386	55,779	4%	
Khí khô và LNG	13,758	13,300	-3%	23,088	24,322	5%	Chủ yếu nhờ giá bán khí trung bình tăng sau khi LNG giá cao bắt đầu được phân phối. Giá dầu FO giảm khiến cho doanh thu LPG tăng trưởng thấp hơn so với mức 13% của sản lượng.
LPG	13,630	15,280	12%	26,640	28,605	7%	
CNG	1,285	239	-81%	1,472	426	-71%	
Condensate	364	293	-19%	320	734	129%	
Vận chuyển khí	876	577	-34%	3,590	3,123	-13%	
Khác	140	415	197%	609	606	0%	
Sản lượng khí khô	1,958	n.a	n.a	3,590	3,123	-13%	
Khách hàng đạm	310	n.a	n.a	609	606	0%	
Khách hàng điện	1,384	n.a	n.a	2,499	2,014	-19%	8 tháng đầu năm sản lượng điện khí huy động đạt 13.4 tỷ kWh, giảm 8% YoY do các nhà máy BOT Phú Mỹ 2.2 và 3 hết hợp đồng với EVN.
Khách hàng công nghiệp	264	n.a	n.a	482	503	4%	
Sản lượng LPG	817	n.a	n.a	1,500	1,692	13%	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	85	67	-22%	83	71	-15%	
Giá dầu FO (USD/tấn)	494	426	-14%	465	447	-4%	
Giá 46% MFO (USD/mmBTU)	6	5	-12%	6	5	-15%	
Lợi nhuận gộp	5,736	4,954	-14%	9,427	9,043	-4%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	19%	16%	-3 ppts	18%	16%	-1 ppts	
Thu nhập tài chính	445	402	-10%	908	759	-16%	
Chi phí tài chính	-229	-100	-56%	-410	-218	-47%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	14	10	-23%	13	10	-21%	
SG&A	-1,726	713	n.a	-2,529	-204	-92%	Chủ yếu nhờ hoàn nhập dự phòng khoản phải thu từ PVPOWER với giá trị hơn 1,600 tỷ VND.
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	4,239	5,979	41%	7,409	9,390	27%	
Thu nhập khác	-12	-2	-81%	-12	-9	-25%	

Lợi nhuận trước thuế	4,239	5,982	41%	7,410	9,410	27%
Lợi nhuận sau thuế	3,416	4,809	41%	5,960	7,571	27%
LNST công ty mẹ	3,321	4,748	43%	5,832	7,504	29%
Biên LNST	11%	16%	5 pts	11%	14%	2 pts

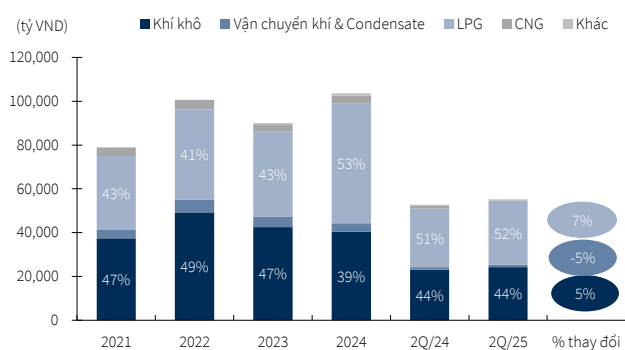
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh GAS, 2020-2025



Nguồn: GAS, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu của GAS, 2021-2025



Nguồn: GAS, KBSV

Triển vọng kinh tế kém khả quan và nguồn cung mở rộng từ OPEC tiếp tục giữ giá dầu ở mức thấp

Trong quý 2/2025, giá dầu dao động quanh ngưỡng 78–85 USD/thùng, giảm nhẹ so với quý trước nhưng vẫn cao hơn khoảng 6% so với cùng kỳ, phản ánh sự trái chiều của lo ngại suy thoái kinh tế toàn cầu và kỳ vọng phục hồi nhu cầu từ Trung Quốc. Tuy nhiên, triển vọng giá dầu trong các quý tới được đánh giá theo xu hướng giảm là chủ đạo, khi các chỉ báo kinh tế kém khả quan cho thấy nhu cầu suy yếu và nguồn cung từ OPEC+ dự kiến sẽ tăng trở lại từ tháng 10/2025 sau thời gian dài cắt giảm sản lượng để hỗ trợ giá. Dù vậy, giá dầu được kỳ vọng sẽ khó giảm sâu dưới mức 50 USD/thùng – ngưỡng hòa vốn của nhiều nhà sản xuất tại Mỹ do có thể kích hoạt làn sóng cắt giảm sản lượng từ các công ty dầu đá phiến, qua đó tạo ra hiệu ứng cân bằng cung cầu và khiến giá dầu có khả năng hồi phục nhanh chóng trong trung hạn. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 7%/7% dự phóng giá dầu bình quân năm 2025/2026 còn 65/70 USD mỗi thùng.

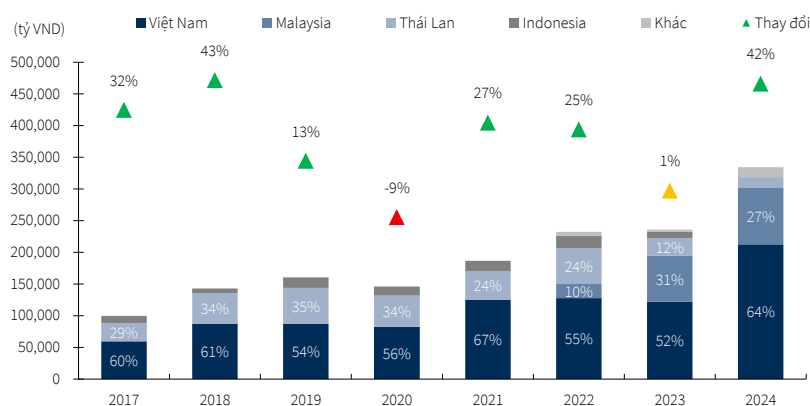
Giá LNG hồi phục nhẹ trong ngắn hạn và sẽ duy trì xu hướng giá đi ngang với biến động lớn trong tương lai

Giá LNG Nhật Bản (thước đo giá LNG châu Á) cho thấy sự chậm lại đáng kể của giá bình quân trong 2Q25, đạt 12.2 USD/mmBTU (1% YoY, 0% QoQ), phản ánh triển vọng trái chiều của giá LNG do Châu Á suy giảm nhu cầu trong khi Châu Âu gia tăng chi tiêu. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá khí LNG trong năm 2025 còn 12 USD/mmBTU so với mức 14 USD/mmBTU dự báo trước đây dựa theo báo cáo của IEA dự báo tăng trưởng nhu cầu LNG trong 2025 ở mức 1.3% (thấp hơn 0.7/1.5 pts so với dự báo 2025 trước đó và mức tăng của 2024) khi: i) Suy giảm nhu cầu LNG tại Trung Quốc (đóng góp 40% tăng trưởng nhu cầu LNG toàn Châu Á) do diễn biến ôn hòa hơn của thời tiết, ii) Kinh tế ảm đạm khiến các quốc gia đang phát triển thắt chặt chi tiêu cho năng lượng và ưu tiên nhiên liệu giá rẻ. Sang năm 2026, triển vọng giá khí dự báo sẽ đi ngang với khoảng biến động lớn do: i) Tăng trưởng nhu cầu ở mức 2% đến từ nhập khẩu LNG Châu Á hồi phục và Châu Âu tăng chi tiêu cho LNG nhằm thay thế nguồn cung giảm từ Nga sẽ được bù đắp bởi ii) Gia tăng nguồn cung LNG đến từ các dự án thượng nguồn tại Bắc Mỹ.

Mảng LPG: PVGAS hưởng lợi từ xu hướng tìm kiếm nguồn cung năng lượng thay thế của Campuchia do hạn chế nhập khẩu năng lượng từ Thái Lan

Sản lượng LPG kinh doanh quốc tế của GAS ghi nhận mức tăng mạnh 12% trong nửa đầu năm 2025 nhờ thị trường xuất khẩu gặp nhiều thuận lợi, hoàn thành 89% kế hoạch năm của cả tập đoàn. Campuchia là một trong các thị trường chủ chốt của PVGAS khi doanh nghiệp chiếm tới 63% thị phần nhập khẩu LPG của quốc gia này. Việc Campuchia ra lệnh cấm nhập khẩu LPG từ Thái Lan kể từ ngày 22/6/2025 do căng thẳng vũ lực, trong ngắn hạn sẽ là cơ hội để PVGAS gia tăng thị phần, ước tính lên mức 69% (+6 ppts) nhờ vào sở hữu chuỗi cung ứng hoàn thiện cho phép PVGAS nhanh chóng bù đắp thiếu hụt từ Thái Lan trong ngắn hạn. So với dự báo trước, chúng tôi điều chỉnh tăng 13% doanh thu ước tính LPG của PVGAS trong năm 2025, đạt 62,349 tỷ VND, với giả định tăng trưởng sản lượng đạt 15% YoY đạt 3,565 nghìn tấn và giá bán điều chỉnh nhẹ do giá nhiên liệu bình quân giảm mạnh được bù đắp 1 phần bởi yếu tố mất giá.

Biểu đồ 4. Thị phần nhập khẩu khí đốt hóa lỏng tại Campuchia



Nguồn: Trademap, KBSV

Hoàn thành ký kết hợp đồng mua bán khí tại mỏ Nam Du – U Minh với nhà máy điện giúp tăng cường sản lượng khí cung cấp

Trong năm 2025, PVGAS đặt mục tiêu hoàn tất ký kết hợp đồng mua bán khí (GSA) các mỏ khu vực Tây Nam Bộ (PM3-CAA và Nam Du U Minh) với chủ mỏ là PVN nhằm vận chuyển khí khô tới các hộ tiêu thụ hạ nguồn tại cụm khu công nghiệp Cà Mau. Theo đó, ngoài gia hạn GSA với mỏ khí hiện có là PM3-CAA, PVGAS đồng thời ký hợp đồng vận chuyển khí Nam Du – U Minh (ND-UM) với PVPOWER nhằm bổ sung nguồn cung khí để phục vụ hoạt động tổ máy Cà Mau 1&2 (1,500MW). Sản lượng khí của ND-UM mà PVGAS cam kết hằng năm cho Cà Mau 1&2 ước khoảng 3 tỷ Sm³ (~ 100 triệu m³) khí, khoảng 11% tổng sản lượng cấp khí hằng năm của mỏ).

Dựa theo báo cáo đánh giá sản lượng của dự án, chúng tôi bổ sung sản lượng vận chuyển khí GAS đến từ mỏ từ ND-UM cho 2027 và giai đoạn 2028-2032 lần lượt là 6.8/26.3 tỷ Sm³ (220/875 triệu m³), tương đương mức tăng 10% sản lượng khí cung cấp hằng năm của doanh nghiệp. Đồng thời, giá cước vận chuyển khí của ND-UM ước tính sẽ tương đương với PM3-CAA nhờ sở hữu chung hạ tầng đường ống. Cùng với đóng góp từ Lô B – Ô Môn, dự án sẽ giúp doanh thu mảng vận chuyển khí giai đoạn 2027-2030 tăng từ 1,939 tỷ VND lên 8,655 tỷ VND, CAGR 45%.

**Mục tiêu đầu tư hạ tầng LNG đầy
tham vọng của PVGAS**

Trong cuộc họp ĐHCĐ, PVGAS công bố kế hoạch vốn đầu tư xây dựng cơ bản (XDCB) giai đoạn 2026–2030 với quy mô 65 nghìn tỷ đồng, trải dài các dự án từ thượng nguồn đến hạ nguồn bao gồm: i) mở rộng thượng nguồn với các dự án phát triển mỏ khí mới, ii) mở rộng trung nguồn tập trung vào hệ thống kho cảng LNG – nổi bật là 4 trung tâm LNG chiến lược tại Thị Vải, Sơn Mỹ, miền Trung và miền Bắc – cùng các tuyến đường ống dẫn khí mới như Lô B – Ô Môn và Sư Tử Trắng giai đoạn 2B, và iii) mở rộng hạ nguồn với các dự án điện khí/LNG nhằm gia tăng giá trị sử dụng khí trong phát điện. Chúng tôi hiện chưa bổ sung giả định về các dự án mới vào trong mô hình định giá, song không loại trừ khả năng doanh nghiệp sẽ có kế hoạch gia tăng vốn để đầu tư bởi kế hoạch đầu tư các dự án mới là khá tham vọng với quy mô tương đương 80% tổng tài sản của GAS, trong khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh hằng năm chỉ đáp ứng được 15-20% nhu cầu.

DỰ PHÓNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

Bảng 5. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	103,604	107,279	4%	125,499	17%	
Khí khô và LNG	40,480	37,122	-8%	52,106	40%	2025: Điều chỉnh giảm 2,522 tỷ VND so với dự báo trước do điều chỉnh giảm giá bán khí LNG bình quân giảm từ 14 xuống 12 USD/mmBTU.
Vận chuyển khí	2,750	2,282	-17%	2,164	-5%	
LPG	54,875	62,349	14%	65,503	5%	2025: Điều chỉnh tăng nhờ môi trường xuất khẩu thuận lợi giúp sản lượng tiếp tục vượt kế hoạch trong 2H/2025.
CNG	3,517	3,639	3%	3,899	7%	
Condensate	1,001	946	-5%	886	-6%	
Khác	941	941	0%	941	0%	
Lợi nhuận gộp	17,654	17,905	1%	18,695	4%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>	<i>0 ppts</i>	<i>15%</i>	<i>-2 ppts</i>	
Thu nhập tài chính	1,737	1,784	3%	2,145	20%	
Chi phí tài chính	660	693	5%	636	-8%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	38	38	0%	38	0%	
SG&A	5,612	2,188	-61%	4,567	109%	Chủ yếu nhờ ghi nhận 1,634 tỷ VND hoàn nhập dự phòng trong 2Q/2025.
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	12,042	15,718	31%	14,128	-10%	
Thu nhập khác	16	16	0%	16	0%	
Lợi nhuận trước thuế	13,172	16,862	28%	15,691	-7%	
Lợi nhuận sau thuế	10,590	13,557	28%	12,615	-7%	
LNST công ty mẹ	10,398	13,311	28%	12,386	-7%	
<i>Biên LNST</i>	<i>10%</i>	<i>13%</i>	<i>2 ppts</i>	<i>10%</i>	<i>-3 ppts</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 73,300 VND/cổ phiếu

Kết quả kinh doanh tích cực được công bố trong Q2/2025 không giúp diễn biến giá của PVGAS khả quan hơn, nhờ vậy cổ phiếu được duy trì ở vùng định giá hấp dẫn, thấp hơn 1 lần độ lệch chuẩn trung bình của P/B 5 năm. Với việc cổ phiếu đã điều chỉnh gần 10% từ vùng đỉnh tháng 8 trước đó, chúng tôi đánh giá cổ phiếu phù hợp với việc giải ngân nhờ triển vọng hồi phục của kết quả kinh doanh khi những dự án khí đốt mới tiến tới ngày vận hành.

Kết hợp 2 phương pháp FCFF và EV/EBITDA để định giá cổ phiếu GAS, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 73,300 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng mức upside 17.3% so với giá đóng cửa ngày 19/09/2025. Chúng tôi áp dụng mức EV/EBITDA mục tiêu là 8.5 lần, nhỉnh hơn so với mức -1 độ lệch chuẩn trung bình 5 năm của cổ phiếu nhằm bù đắp phần nào tác động đột biến của khoản hoàn nhập tới lợi nhuận EBITDA trong 2025. Như vậy, với mức ROE duy trì trung bình 16-17% giai đoạn 2025-2027, cổ phiếu được định giá mức P/B fw trong 2025 là 2.5 lần, phù hợp với tương quan trong lịch sử.

Bảng 6. Dự báo chiết khấu dòng tiền FCFF của GAS

(tỷ VND)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lợi nhuận ròng	13,557	12,615	12,297	14,674	15,927	17,513
(+) Khấu hao	2,556	2,183	5,012	4,402	3,894	3,469
(+) Lãi vay x (1-t)	357	327	317	312	297	273
(-) Thay đổi vốn lưu động	989	(1,758)	(1,105)	(3,157)	(1,273)	(742)
(-) CAPEX	(12,485)	(13,382)	(12,382)	(382)	(382)	(382)
FCFF	3,190	(2,160)	1,872	13,476	16,043	17,652
Giá trị hiện tại FCFF	3,190	-1,935	1,502	9,535	10,116	9,918
Tổng giá trị dòng tiền hiện tại						32,327
Giá trị hiện tại dòng tiền cuối cùng						93,338
Giá trị doanh nghiệp						125,665
(+) Tiền và tương đương tiền						44,622
(+) Giá trị đầu tư cty liên kết & tài chính						400
(-) Nợ ròng và lợi ích CĐTS						11,625
Giá trị VCSH						159,062
Giá trị/cổ phiếu (làm tròn)						67,800

Nguồn: KBSV

Bảng 7. Giả định phương pháp FCFF

Tiêu chí	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.7%
Beta	1.05
Phần bù vốn cổ phần	8.4%
Thời gian dự phóng	5
Chi phí vốn bình quân	11.7%
EV/EBITDA mục tiêu dài hạn	8
Tăng trưởng dài hạn	2.5%

Nguồn: KBSV

Bảng 8. Định giá EV/EBITDA

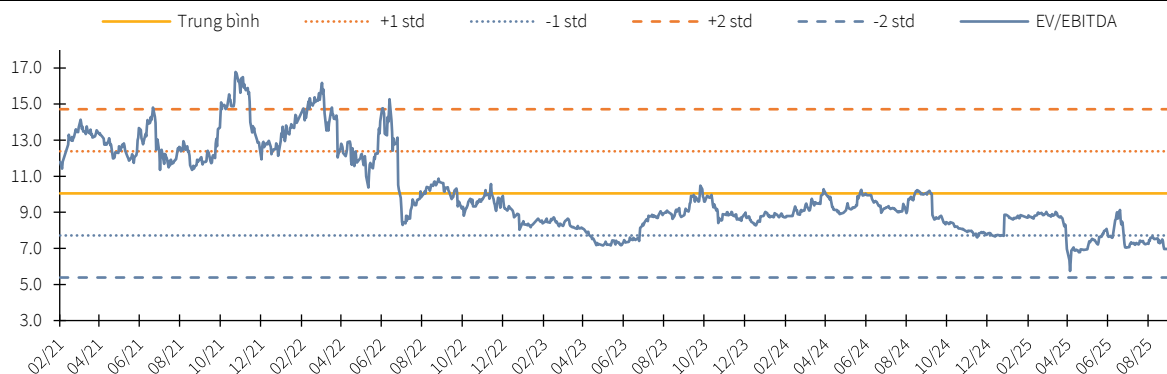
(tỷ VND)	Giá trị
EBITDA 2025F – 2027F	17,782
EV/EBITDA mục tiêu	8.5
Tổng giá trị	151,150
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn	44,622
(+) Đầu tư tài chính	400
(-) Vay nợ ròng	-10,174
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-1,450
Giá trị VCSH	184,547
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2,343
Giá trị cổ phiếu (làm tròn)	78,800

Nguồn: KBSV

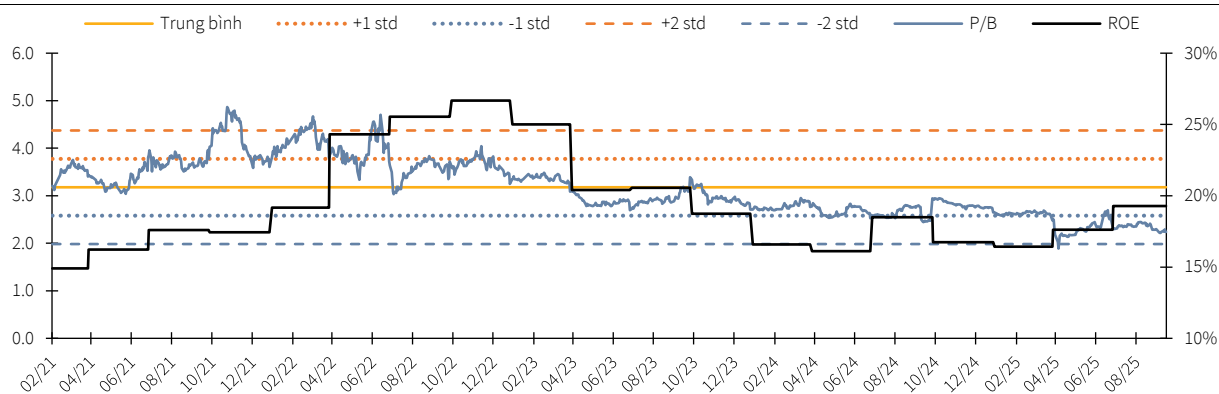
Bảng 9. Tổng hợp định giá GAS

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCFF	67,800	50%	33,900
EV/EBITDA (8.5x)	78,800	50%	39,400
Giá mục tiêu (làm tròn)			73,300
Upside			17.3%

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 10. Diễn biến EV/EBITDA của GAS

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 11. Diễn biến P/B và ROE của GAS

Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP TCT Khí Việt Nam (GAS) – Bảng tóm tắt KQKD & Dự phóng 2023A – 2026F

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
(Báo cáo chuẩn)	2023	2024	2025F	2026F	(Báo cáo chuẩn)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	89,954	103,564	107,279	125,499	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	87,754	81,855	97,920	115,948
Giá vốn hàng bán	73,029	85,910	89,373	106,804	TÀI SẢN NGẮN HẠN	62,218	57,291	63,392	70,209
Lãi gộp	16,925	17,654	17,905	18,695	Tiền và tương đương tiền	5,669	5,568	9,443	10,106
Thu nhập tài chính	2,273	1,737	1,784	2,145	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	35,085	27,494	30,494	32,644
Chi phí tài chính	587	660	693	636	Các khoản phải thu	16,865	19,098	18,517	21,662
Trong đó: Chi phí lãi vay	340	319	444	407	Hàng tồn kho, ròng	3,945	4,599	4,407	5,267
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	27	38	38	38	TÀI SẢN DÀI HẠN	25,537	24,564	34,528	45,738
Chi phí bán hàng	2,544	2,415	2,502	2,927	Phải thu dài hạn	318	531	531	531
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,475	3,197	-314	1,640	Tài sản cố định	19,532	18,222	16,387	14,812
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	12,906	12,042	15,718	14,128	Tài sản dở dang dài hạn	1,781	1,718	13,516	26,301
Thu nhập khác	-13	-26	-26	-26	Đầu tư dài hạn	398	400	400	400
Chi phí khác	20	16	16	16	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	34	42	42	42	NỢ PHẢI TRẢ	22,456	20,284	27,478	37,576
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	14,972	14,575	14,792	17,038
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	14,640	13,172	16,862	15,691	Phải trả người bán	7,138	6,037	6,253	8,499
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	2,846	2,582	3,305	3,076	Người mua trả tiền trước	119	271	271	271
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	11,793	10,590	13,557	12,615	Vay ngắn hạn	1,605	934	934	934
Lợi ích của cổ đông thiểu số	187	192	245	228	Nợ dài hạn	7,484	5,708	12,686	20,538
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	11,606	10,398	13,311	12,386	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	3,213	3,418	3,446	3,458
Chi số hoạt động					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
	2023	2024	2025F	2026F	Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18.8%	17.0%	16.7%	14.9%	Vay dài hạn	4,271	2,291	9,241	17,080
Tỷ suất EBITDA	17.7%	14.3%	17.0%	13.0%	VỐN CHỦ SỞ HỮU	65,299	61,571	70,442	78,372
Tỷ suất EBIT	14.3%	11.6%	14.7%	11.3%	Vốn góp	22,967	23,427	23,427	23,427
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	16.3%	12.7%	15.7%	12.5%	Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	14.3%	11.6%	14.7%	11.3%	Lãi chưa phân phối	16,880	9,553	14,326	18,175
Tỷ suất lợi nhuận thuần	12.9%	10.0%	12.4%	9.9%	Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	24,201	27,268	31,239	35,210
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,250	1,323	1,450	1,560
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ)					Chỉ số chính (x, %, VNĐ)				
	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số định giá				
Lãi trước thuế	14,640	13,172	16,862	15,691	P/E	14.8	16.8	13.2	13.8
Khấu hao TSCĐ	3,027	2,728	2,556	2,183	P/E pha loãng	14.8	16.8	13.2	13.8
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-2,073	-1,504	-1,822	-2,183	P/B	2.6	2.9	2.5	2.2
Chi phí lãi vay	340	319	444	407	P/S	1.9	1.7	1.6	1.3
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	16,396	16,825	18,040	16,098	P/Tangible Book	2.6	2.9	2.5	2.2
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-550	-4,549	582	-3,145	P/Cash Flow	12.2	19.0	11.2	15.4
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	115	-662	191	-860	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	10.7	11.6	9.5	10.8
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	1,159	931	216	2,246	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	13.2	14.2	11.1	12.5
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	585	-180	0	0					
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-3,878	-3,329	-3,749	-3,483	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	13,827	9,035	15,281	10,857	ROE%	18	17	19	16
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,841	-1,925	-12,485	-13,382	ROA%	13	13	14	11
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	1	0	0	ROIC%	19	19	21	16
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-50,078	-46,644	-57,236	-56,386	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	38,720	54,236	54,236	54,236	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	2.7	2.3	2.7	2.5
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	3.0	2.6	3.0	2.8
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	4.2	3.9	4.3	4.1
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,951	1,801	1,822	2,183	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.1	0.0	0.1	0.2
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-11,249	7,468	-13,662	-13,348	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.1	0.1
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu được các khoản đi vay	2,076	1,863	11,282	11,776	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền trả các khoản đi vay	-2,419	-4,603	-4,332	-3,937	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.2	0.2	0.1	0.2
Cổ tức đã trả	-7,120	-13,872	-4,685	-4,685	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-7,463	-16,612	2,265	3,154	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	18.2	20.1	20.3	20.3
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-4,885	-109	3,883	663	Hệ số quay vòng HTK	7.2	8.0	8.1	8.7
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	10,549	5,669	5,560	9,443	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	1.4	1.8	1.7	1.8
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	5,665	5,560	9,443	10,106					

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.