

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

### Tích lũy chờ ngày bứt phá

- Q1/2026 chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của GAS là 3,307 tỷ đồng (+19.9% svck). Mức tăng trưởng được đánh giá đến từ việc giá bán khí tăng mạnh trong quý đầu năm do cuộc xung đột vũ trang tại Trung Đông.
- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận giai đoạn 2026-2027 đạt 13,227 và 14,896 tỷ đồng (+15.9%/+12.6% svck) với bộ phóng tăng trưởng nhờ mảng kinh doanh LNG mở rộng tích cực
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu GAS với mức giá mục tiêu 83,800 VNĐ/cp.

#### Dự phóng KQKD Q1/2026: tích cực nhờ tăng giá bán

Trong quý đầu năm, cuộc chiến tại Iran đã khiến giá bán khí tăng đáng kể, trong đó LNG và LPG đã tăng giá từ 2-3 lần so với cuối năm ngoái. Chúng tôi kỳ vọng mức giá bán tăng nhanh trong khi sản lượng tiêu thụ của GAS vẫn chưa bị tác động đáng kể dẫn đến doanh số của công ty tăng trưởng tốt. Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng Q1/2026 của GAS là 3,307 tỷ đồng (+19.9% svck)

#### Lợi nhuận ròng 2026-27 dự báo tăng 15.9%/12.6% svck nhờ tăng trưởng từ LNG

Trong báo cáo GAS vào tháng 08/2025, chúng tôi sử dụng giả định mức giá bán khí khô bình quân 2026F là 7.2 tỷ VNĐ/triệu m3, giá bán LNG là 16.3 USD/MMBTU. Tuy nhiên với diễn biến phức tạp tại Trung Đông, giá dầu đã tăng hơn 80% kể từ đầu năm và kéo theo giá bán khí cũng tăng ở mức đáng kể. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giả định giá bán khí khô bình quân trong năm là 8.7 tỷ VNĐ/triệu m3 và giá LNG là 26.7 USD/MMBTU. Tuy nhiên, do giá bán bị hạn chế bởi giá bán trong vùng bao tiêu, nên biên lợi nhuận gộp 2026 khả năng cao sẽ suy giảm 5.1 đpt so với ước tính trước đây. Chúng tôi điều chỉnh lợi nhuận ròng 2026F ở mức 13,227 tỷ (+15.9% svck), giảm nhẹ 6.1% so với báo cáo tháng 08/2025. Năm 2027, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng đạt 14,896 tỷ đồng (+12.6% svck) trong bối cảnh giá khí dần ổn định giúp GAS kiểm soát biên lợi nhuận khả quan đồng thời LNG là yếu tố chính đóng góp vào câu chuyện tăng trưởng.

#### Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 83,800 VNĐ/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu 83,800 VNĐ/cp, giảm nhẹ 1.3% so với báo cáo trước dựa trên: (1) Chuyển định giá từ giữa năm 2025 sang 2026, (2) Điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận 2026 6.1% do thu hẹp biên LN gộp 5.1 đpt. Khuyến nghị Trung Lập được đưa ra với bối cảnh giá cổ phiếu đã tăng đáng kể so với báo cáo tháng 08/2025 của chúng tôi, đồng thời P/E cũng đang tiệm cận mức lịch sử trong khi lợi nhuận từ LNG sẽ chưa thể phản ánh mạnh mẽ trong thời gian ngắn. Chúng tôi đánh giá giai đoạn này thích hợp để quan sát chờ cổ phiếu có định giá hấp dẫn hơn và các dự án LNG trong nước dần được triển khai.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	103,564	135,129	160,122	164,128
Lợi nhuận ròng	10,399	11,414	13,227	14,896
Tăng trưởng doanh thu thuần	15.1%	30.5%	18.5%	2.5%
Tăng trưởng LN ròng	-10.4%	9.8%	15.9%	12.6%
Biên LN gộp	17.0%	12.6%	13.4%	13.9%
Biên EBITDA	14.3%	11.8%	11.3%	12.0%
ROAE	16.7%	18.0%	19.2%	20.3%
ROAA	12.3%	13.0%	13.3%	14.3%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	4,528	4,970	5,759	6,486
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	25,718	27,475	29,532	31,290

Nguồn: GAS, MBS Research dự phóng

### TRUNG LẬP

Giá mục tiêu **83,800 VNĐ**

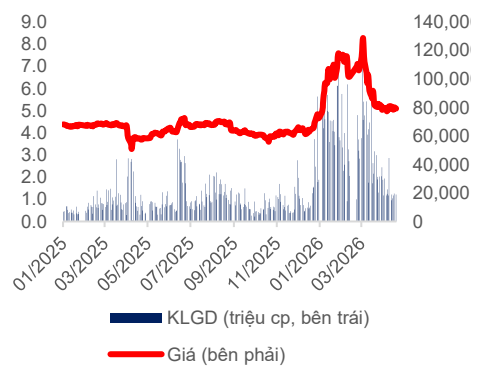
Tiềm năng tăng giá **8.3%**

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

Điều chỉnh giảm lợi nhuận 2026F 6.1% so với báo cáo trước đây

Điều chỉnh giá mục tiêu từ 84,900 VNĐ/cp trong báo cáo GAS tháng 08/2025 xuống 83,800 VNĐ/cp

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	77,400
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	128,700
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	54,125
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	191,106
P/E (TTM)	16.7
P/B	2.9
Thị suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	2.2%

Nguồn: FiinPro

#### Cơ cấu sở hữu

Tập Đoàn Công Nghiệp – Năng Lượng Quốc Gia Việt Nam (PVN)	95.76%
Khác	4.24%

#### Chuyên viên phân tích

**Mai Duy Anh**

anh.maiduy@mbs.com.vn

# Tổng Công ty Khí Việt Nam

## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

- Giá bán khí, đặc biệt đối với LNG và LPG đã tăng từ 100-200% kể từ khi xung đột tại khu vực Trung Đông bùng phát. Doanh thu bán khí của GAS kỳ vọng tăng trưởng tốt trong bối cảnh sản lượng không bị ảnh hưởng quá nhiều.
- LNG vẫn là trụ cột tăng trưởng chính trong những năm tới nhờ nhu cầu điện khí hóa cao tại Việt Nam, trong khi đó GAS hiện là đơn vị duy nhất sở hữu kho cảng tiếp nhận và xử lý LNG.
- GAS là một trong những doanh nghiệp chia cổ tức tiền mặt đều đặn trong suốt gần 10 năm qua với tỷ suất cổ tức ~2-4%.

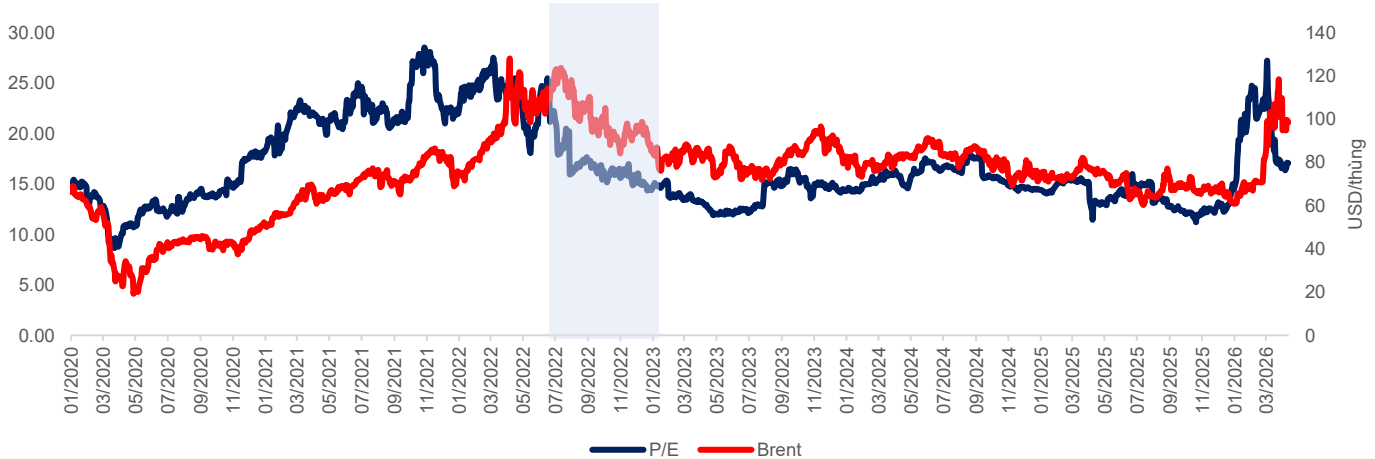
### Định giá & Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF và P/E với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp để đưa ra mức giá mục tiêu cho GAS là 83,800 VNĐ/cp. Chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu là 15.x, tham chiếu giai đoạn 07/2022-01/2023 khi giá dầu tăng mạnh vượt trên 100 USD/thùng và có dấu hiệu hạ nhiệt dần như hiện nay.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ/cổ phiếu)
FCFF	50%	83,000
Forward P/E (P/E mục tiêu=15)	50%	84,700
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>83,800</b>
Giá hiện tại		77,400
Tiềm năng tăng giá		8.3%

Hình 2: P/E của GAS và giá dầu Brent



Nguồn: Investing.com, MBS Research

Hình 3: Dự phóng FCFF

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận sau thuế	13,409	15,101	16,694	18,993	19,807
Chi phí phi tiền mặt	2,675	2,699	2,781	2,977	3,186
Chi phí lãi vay sau thuế	188	186	219	251	250
Đầu tư VLD	(14,403)	7,909	(8,455)	(4,260)	1,812
Đầu tư TSCĐ	(1,338)	(1,660)	(5,049)	(1,491)	(1,590)
FCFF	532	24,236	6,190	16,471	23,465

Hình 4: Định giá theo FCFF

(+) Giá trị hiện tại của FCFF 2026-2029	Tỷ VNĐ	46,847
(+) Giá trị hiện tại của của giá trị DN năm cuối chu kỳ	Tỷ VNĐ	121,147
(+) Tiền và tương đương tiền	Tỷ VNĐ	31,072
(-) Nợ	Tỷ VNĐ	3,262
(-) Lợi ích thiểu số	Tỷ VNĐ	1,395
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ VNĐ	194,410
Số lượng cổ phiếu	Triệu cp	2,343
Giá trị cổ phiếu	VNĐ/cp	83,000

**Rủi ro giảm giá:**

- Giá khí đầu vào tăng mạnh do thiếu hụt nguồn cung và chi phí cao từ các mỏ mới, trong khi giá bán bị giới hạn trong vùng bao tiêu, giá ngoài vùng bao tiêu có khả năng không tăng kịp để bù đắp chi phí khiến biên lợi nhuận bị thu hẹp.
- Tốc độ suy giảm sản lượng ở các mỏ cũ nhanh hơn so với ước tính và dòng khí từ các dự án mới chưa kịp bổ sung làm suy giảm sản lượng tiêu thụ.

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Quốc gia	Mã CK	<u>Vốn hóa</u>	<u>P/E</u>	<u>P/B</u>	<u>ROA%</u>		<u>ROE (%)</u>	
			triệu USD	TTM	Hiện tại	2026F	2027F	2026F	2027F
Petronas Gas Bhd	Malaysia	PTG MK Equity	8,960	19.5	2.2	7.5	7.7	13.0	13.5
Toho Gas Ltd	Nhật Bản	9533 JP Equity	2,930	18.0	1.0	3.0	3.1	6.5	7.0
PTT PCL	Thái Lan	PTT TB Equity	27,620	11.0	1.3	5.7	5.9	11.0	11.5
Shenzhen Gas Corp Ltd	Trung Quốc	601139 CH Equity	3,050	17.8	1.2	3.7	3.9	8.0	8.5
Gujarat Gas Ltd	Ấn Độ	Gujga IN Equity	6,000	22.0	4.5	9.2	9.5	22.5	23.5
Trung Bình				17.7	2.0	5.8	6.0	12.2	12.8
Tổng Công ty Khí Việt Nam	Việt Nam	GAS VN Equity	7,494	16.7	2.9	13.3	14.3	19.2	20.3

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## Tổng quan KQKD 2025

Hình 6: Kết quả kinh doanh Q4/2025 và năm 2025 (Đơn vị: tỷ đồng)

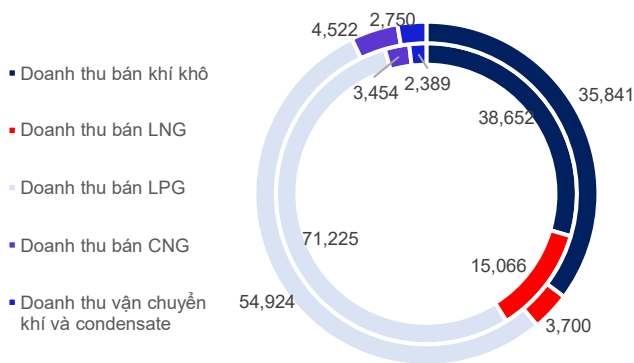
Chỉ số KQKD	Q4/2025	%yoy	%qoq	2025	%yoy	%Dự phóng 2025	Đánh giá
Giá dầu Brent bình quân (USD/thùng)	63	-14.9%	-7.4%	68	-15.0%		Mức giá dầu này cao hơn ~6% so với dự phóng tháng 08/2025 của chúng tôi do giá dầu bắt đầu tăng từ cuối năm.
Sản lượng khí khô (triệu m3)	1,613	-5.6%	10.2%	6,201	-6.8%	96.9%	
Sản lượng LPG sản xuất (nghìn tấn)	95	-5.0%	15.9%	374	-4.6%	92.8%	
Sản lượng LNG (triệu m3)	n/a	n/a	n/a	539	34.6%	66.0%	Trong năm 2025, GAS tăng cường nhập khẩu LNG, đặc biệt trong Q4/2025 để phục vụ cho việc đi vào COD của nhà máy điện Nhơn Trạch 3. Doanh thu tăng trưởng mạnh đến từ việc cung cấp LPG cho các hoạt động công nghiệp và sinh hoạt.
Doanh thu	43,639	74.4%	22.3%	135,129	30.4%	129.5%	
<i>Doanh thu bán khí khô</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>38,652</i>	<i>7.8%</i>	<i>88.7%</i>	
<i>Doanh thu bán LPG</i>	<i>21,096</i>	<i>89.8%</i>	<i>-2.0%</i>	<i>71,225</i>	<i>29.7%</i>	<i>146.4%</i>	
<i>Doanh thu bán LNG</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>15,066</i>	<i>307.2%</i>	<i>205.4%</i>	<i>Doanh thu bán LNG trong năm tích cực và vượt dự phóng của chúng tôi nhờ vào sản lượng và tăng trưởng tốt.</i>
<i>Doanh thu vận chuyển khí và condensate</i>	<i>689</i>	<i>-19.6%</i>	<i>22.8%</i>	<i>2,389</i>	<i>-13.1%</i>	<i>90.8%</i>	
Lợi nhuận gộp	3,862	-4.7%	-5.5%	17,051	-3.6%	91.1%	
BLN gộp	8.8%	-7.4 đpt	-2.6 đpt	12.6%	-4.5 đpt		Ước tính giá thu mua khí từ Thổ Chu-Malay có thể cao hơn so với một số mỏ khí cũ, đồng thời chi phí logistics cũng tăng trong năm khiến biên lợi nhuận gộp của GAS suy giảm 5.3 đpt so với dự phóng trước của chúng tôi.
<i>BLN gộp bán khí khô</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>24.9%</i>	<i>-0.2 đpt</i>		
<i>BLN gộp bán LPG</i>	<i>5.2%</i>	<i>2.0 đpt</i>	<i>-0.3 đpt</i>	<i>5.1%</i>	<i>-2.7 đpt</i>		<i>Trong năm GAS đẩy mạnh hoạt động tái xuất LPG (vốn có biên lợi nhuận rất mỏng) trong bối cảnh giá CP Saudi Aramco (giá tham chiếu LPG) tăng mạnh dẫn đến biên lợi nhuận mảng LPG cả năm suy giảm svck.</i>
<i>BLN gộp bán LNG</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>6.3%</i>	<i>-9.7 đpt</i>		
<i>BLN gộp vận chuyển khí và condensate</i>	<i>55.0%</i>	<i>-32.0 đpt</i>	<i>-28.9 đpt</i>	<i>74.8%</i>	<i>-9.7 đpt</i>		
Doanh thu hoạt động tài chính	425	1.3%	7.2%	1,580	-9.0%	91.8%	
Chi phí tài chính	80	-43.5%	-7.1%	384	-41.9%	102.4%	Chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá giảm mạnh svck giúp chi phí tài chính suy giảm đáng kể
Chi phí bán hàng & QLDN	2,506	41.8%	106.0%	3,926	-30.0%	134.5%	
Lợi nhuận trước thuế	1,743	-31.9%	-45.6%	14,359	9.0%	85.2%	

Lợi nhuận sau thuế	1,387	-32.4%	-46.9%	11,572	9.3%	85.3%
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	1,361	-33.4%	-46.6%	11,414	9.8%	85.7%

Tuy biên lợi nhuận gộp có phần suy giảm so với ước tính do giá nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh nhưng chi phí tài chính và khoản hoàn nhập trích lập dự phòng trong năm đã giúp GAS duy trì được mức tăng trưởng dương so với năm 2024.

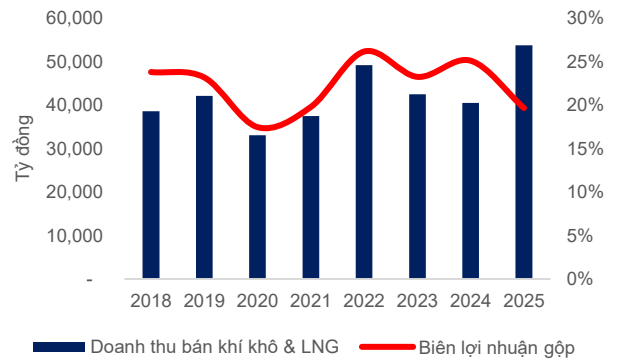
Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 7: Tỷ trọng doanh thu theo mảng của GAS



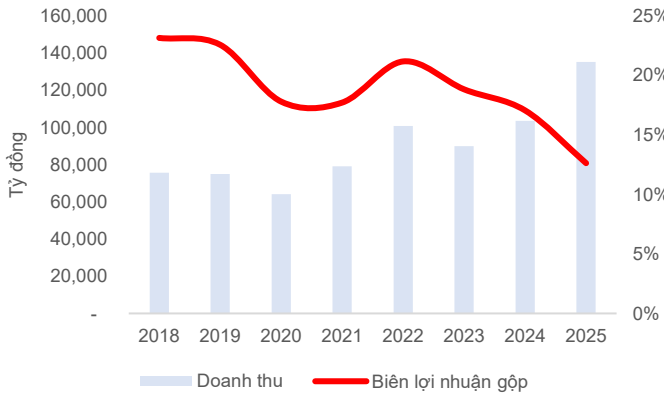
Vòng trong: 2025; Vòng ngoài: 2024  
 Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 8: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng bán khí khô và LNG



Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 9: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của GAS



Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 10: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng bán LPG



Nguồn: GAS, MBS Research

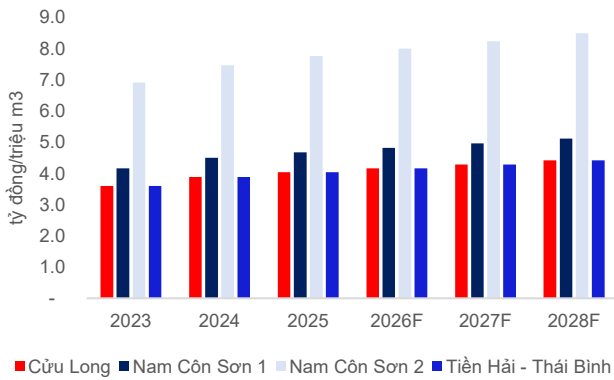
## Dự địa tăng trưởng GD 2026-27 nhờ vào câu chuyện LNG

Hình 11: Bảng dự phóng KQKD của GAS giai đoạn 2026-2027

Các tiêu chí KQKD	2025	2026F	% svck	% thay đổi dự phóng (BC tháng 08/2025)	2027F	% svck	Đánh giá
Sản lượng khí khô (triệu m3)	5,662	5,719	1.0%	-5.8%	6,373	11.4%	Ước tính sản lượng khí khô sụt giảm từ các mỏ cũ tạm thời được bù đắp bằng Sự Tử Trắng giai đoạn 2B trong năm 2026 và nhận luồng khí mới từ Lô B từ 2027.
Sản lượng LPG (nghìn tấn)	398	310	-22.0%	n/a	307	-1.2%	
Sản lượng LNG (triệu m3)	539	1,561	189.6%	0.0%	2,052	31.5%	
Doanh thu	135,129	160,122	18.5%	37.1%	164,128	2.5%	Doanh thu điều chỉnh tăng do cuộc xung đột tại Trung Đông thiết lập nền giá bán khí mới trên toàn cầu.
Doanh thu bán khí khô	38,652	49,713	28.6%	13.5%	51,489	3.6%	
Doanh thu bán LPG	71,225	57,033	-19.9%	35.7%	55,491	-2.7%	Doanh thu LPG điều chỉnh tăng do mức nền sản lượng cao trong năm 2025 và giá bán LPG tăng, tuy nhiên GAS có kế hoạch giảm phụ thuộc vào LPG qua từng năm do mảng này có biên lợi nhuận mỏng.
Doanh thu bán LNG	15,066	44,911	198.1%	76.4%	48,307	7.6%	Điều chỉnh tăng doanh thu LNG trong bối cảnh giá LNG tăng mạnh kể từ đầu năm
Doanh thu vận chuyển khí và condensate	2,389	2,325	-2.7%	-10.1%	2,542	9.3%	
Lợi nhuận gộp	17,051	21,467	25.9%	-0.5%	22,795	6.2%	
BLN gộp	12.6%	13.4%	0.8 đpt	-5.1 đpt	13.9%	0.5 đpt	Biên lợi nhuận gộp giảm do điều chỉnh giảm mảng LPG và LNG
BLN gộp bán khí khô	24.9%	24.3%	-0.6 đpt	2.1 đpt	24.2%	-0.1 đpt	Khí khô của GAS chủ yếu từ mỏ nội địa nên ít chịu tác động quốc tế, nhưng giá bán vẫn tăng theo dầu Brent, rủi ro chính là sản lượng suy giảm do nguồn khí trong nước cạn dần. Năm 2026 ước tính rủi ro này giảm bớt phần nào nhờ dự án Sự Tử Trắng 2B, do đó chúng tôi điều chỉnh tăng so với báo cáo cũ.
BLN gộp bán LPG	5.1%	5.0%	-0.1 đpt	-4.0 đpt	5.0%	0.0 đpt	Giá nguyên liệu đầu vào của LPG tăng nhanh hơn giá bán điều chỉnh trong năm 2025, chúng tôi điều chỉnh giảm biên lợi nhuận gộp so với báo cáo tháng 08/2025 để phản ánh xu hướng này nhiều khả năng còn ảnh hưởng trong năm 2026.
BLN gộp bán LNG	6.3%	9.0%	2.7 đpt	-2.3 đpt	10.2%	1.2 đpt	Điều chỉnh giảm so với báo cáo tháng 08/2025 do giá nhập khẩu LNG và chi phí vận chuyển tăng mạnh từ đầu năm, GAS đang nhập khẩu 100% LNG do đó sẽ chịu tác động trực tiếp từ thị trường quốc tế.
BLN gộp vận chuyển khí và condensate	74.8%	78.0%	3.2 đpt	0.0 đpt	78.0%	0.0 đpt	
Doanh thu hoạt động tài chính	1,580	1,672	5.8%	-10.5%	2,094	25.3%	
Chi phí tài chính	384	442	15.3%	51.9%	432	-2.4%	
Chi phí bán hàng & QLDN	3,926	6,085	55.0%	19.4%	5,744	-5.6%	
Lợi nhuận trước thuế	14,359	16,657	16.0%	-6.5%	18,759	12.6%	
Lợi nhuận sau thuế	11,572	13,409	15.9%	-6.5%	15,101	12.6%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	11,414	13,227	15.9%	-6.1%	14,896	12.6%	Điều chỉnh lợi nhuận giảm nhẹ khi doanh thu tăng cao nhưng điều chỉnh biên lợi nhuận gộp giảm do tác động từ chi phí đầu.

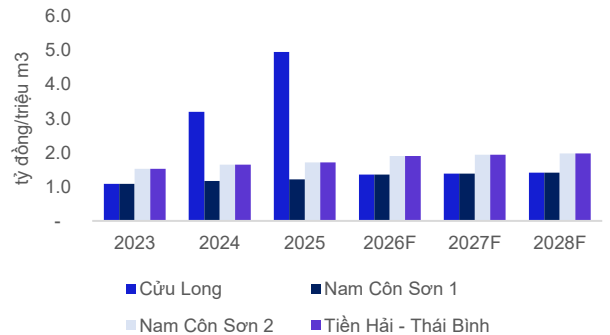
Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 12: Ước tính giá mua khí khô của GAS từ một số mỏ



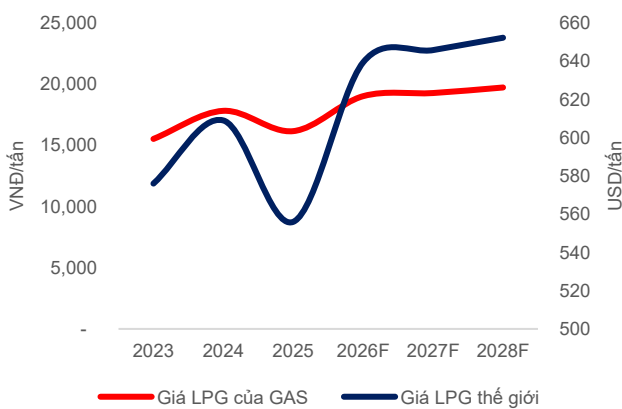
Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 13: Ước tính lợi nhuận trên mỗi đơn vị khí khô của GAS từ một số mỏ



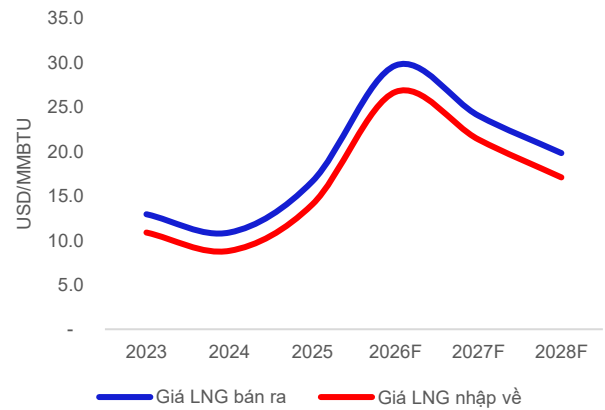
Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 14: Ước tính giá bán LPG của GAS và giá LPG thế giới



Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 15: Ước tính giá LNG nhập về và bán ra của GAS



Nguồn: GAS, MBS Research

### Dự phóng KQKD Q1 và kế hoạch kinh doanh 2026

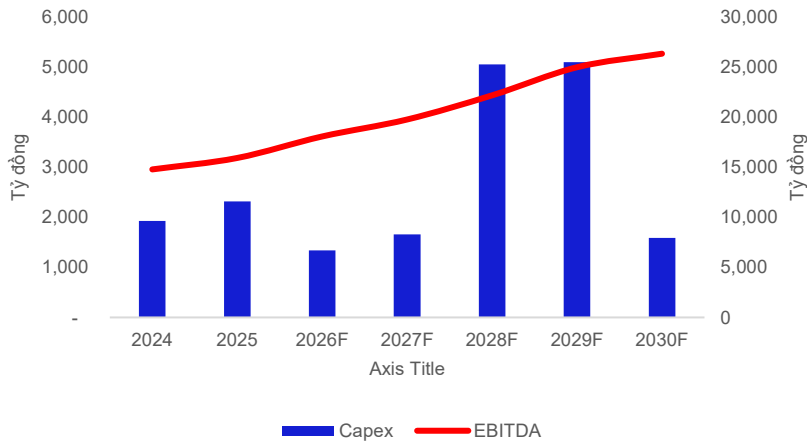
Chúng tôi ước tính Q1/2026 lợi nhuận GAS đạt 3,307 tỷ đồng (+19.9% svck), kết quả này đạt được chủ yếu đến từ giá bán khí duy trì tăng tốt svck trong suốt 3 tháng đầu năm. Cả năm 2026, lợi nhuận dự tính đạt 13,227 tỷ đồng (+15.9%), động lực tăng trưởng chính trong năm và về dài hạn vẫn đến từ kỳ vọng vào việc cung cấp LNG cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4.

Mặc dù KQKD 2025 tích cực, GAS vẫn đặt kế hoạch kinh doanh 2026 khá thận trọng với doanh thu dự kiến 125,579 tỷ đồng (-7% svck) và lợi nhuận sau thuế 8,801 tỷ đồng (-24% svck). Do công ty thường xuyên đặt mục tiêu kinh doanh thấp và hoàn thành vượt chỉ tiêu, chúng tôi đánh giá với bối cảnh giá khí đang ở vùng cao và môi trường kinh doanh không gặp quá nhiều trở ngại, GAS sẽ tiếp tục vượt kế hoạch kinh doanh trong năm nay. Bước sang năm 2026, GAS xác định LNG là động lực tăng trưởng chủ lực trong dài hạn, đồng thời đẩy mạnh mở rộng thị trường quốc tế và hoàn thiện chuỗi giá trị khí theo hướng tích hợp. Chiến lược cốt lõi là xây dựng danh mục nguồn cung LNG dài hạn với các đối tác quốc tế, kết hợp phát triển đồng bộ hạ tầng kho cảng, logistics và thị trường tiêu thụ, qua đó hình thành chuỗi giá trị khép kín từ thượng nguồn đến hạ nguồn. Đây cũng là tiền đề để doanh nghiệp chuyển từ vai trò phân phối khí nội địa sang vị thế đầu mối nhập khẩu và kinh doanh LNG quy mô khu vực.

Để đáp ứng tham vọng này, song song với mở rộng thị trường, GAS tiếp tục đẩy mạnh đầu tư hạ tầng chiến lược với hàng loạt dự án LNG quy mô lớn. Giai đoạn

2026–2030 được xác định là chu kỳ bản lề với tổng vốn đầu tư khoảng 3.5 tỷ USD, tập trung vào phát triển hạ tầng LNG và mở rộng toàn bộ chuỗi giá trị từ thượng nguồn đến hạ nguồn. Tuy nhiên, hiện một số dự án lớn như Kho cảng LNG Sơn Mỹ, dự án LNG Vũng Áng, Hải Phòng vẫn chưa có thông tin về kế hoạch đầu tư và triển khai. Do đó với quan điểm thận trọng, chúng tôi chưa đưa các dự án này vào kế hoạch đầu tư khi định giá GAS. Chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư của GAS trong giai đoạn này vào khoảng ~14,727 tỷ đồng, tập trung vào một số dự án như Đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn và Nâng cấp kho cảng LNG Thị Vải.

Hình 16: Ước tính tổng capex và khả năng thanh toán của GAS



Nguồn: GAS, MBS Research

Mặc dù kế hoạch đầu tư mở rộng mạnh mẽ, GAS tự tin vẫn sẽ duy trì được tình hình tài chính ổn định và vẫn sẽ duy trì chính sách cổ tức tiền mặt với tỷ lệ ~20% trong các năm sắp tới. Chúng tôi ước tính GAS sẽ duy trì được dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khả quan cho đến năm 2030. Nhờ vào doanh thu ổn định và dòng tiền hoạt động dương, chúng tôi dự phóng GAS có thể tự tài trợ cho các dự án đầu tư mà không phải sử dụng đến quá nhiều nợ vay, giúp doanh nghiệp duy trì được tình hình tài chính lành mạnh, phản ánh thông qua khả năng thanh toán lãi vay cải thiện qua từng năm và tỷ lệ đòn bẩy ổn định.

### LNG thổi bùng lên sức sống cho GAS ở giai đoạn sắp tới

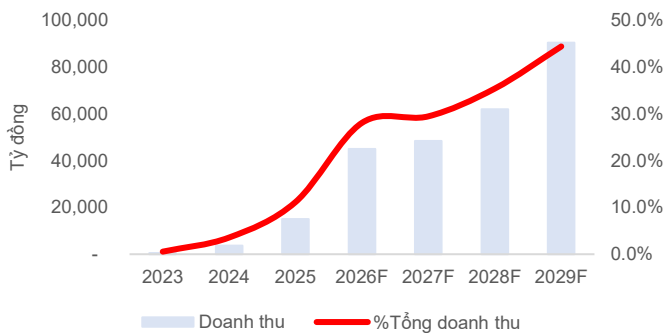
Với kỳ vọng từ giá bán LNG duy trì ở mức cao nhờ nhu cầu cao trong các năm tới, cùng với việc cấp khí cho 2 cụm dự án Nhơn Trạch 3 & 4 và Quảng Trạch 2 & 3, chúng tôi đánh giá LNG sẽ là trụ cột doanh thu chính cho GAS trong giai đoạn sắp tới và có thể vượt mốc 100,000 tỷ doanh thu kể từ năm 2030. Chúng tôi ước tính sản lượng LNG của GAS đạt 1,561 và 2,052 triệu m<sup>3</sup> (+189.6%/+31.5% svck) cho năm 2026-2027 đến từ việc cung cấp đủ lượng khí để 2 nhà máy Nhơn Trạch hoạt động với công suất khả dĩ từ ~25-40%. Trong cùng giai đoạn, doanh thu bán LNG đạt 44,911 và 48,307 tỷ đồng (+198.1%/+7.6% svck) với biên lợi nhuận gộp lần lượt là 9.0% và 10.2% (+2.7 đpt/+1.2 đpt svck):

- Tính đến đầu 2026, chuỗi LNG Việt Nam bắt đầu hình thành rõ nét, với Kho LNG Thị Vải là hạ tầng nhập khẩu–tái hóa duy nhất đang vận hành (1 triệu tấn/năm, dự kiến lên ~3 triệu tấn vào 2028). Trên nền tảng đó, chuỗi Thị Vải – Nhơn Trạch đã vận hành với Nhơn Trạch 3 và 4 (~1.6 GW), tạo nguồn cầu LNG thực tế đầu tiên giai đoạn 2025–2026.
- Tại Nam Trung Bộ, dự án Kho LNG Sơn Mỹ (giai đoạn 1 ~3.6 triệu tấn/năm, mở rộng ~6 triệu tấn/năm) đang được đẩy nhanh triển khai và

dự kiến cung cấp khí cho cụm điện Sơn Mỹ 1 & 2 với tổng công suất khoảng 4–4.5 GW, qua đó trở thành động lực tăng trưởng nhu cầu LNG trong trung hạn. Tuy nhiên, do dự án chưa đạt FID và còn vướng mắc về cơ chế PPA, bảo lãnh và cấu trúc tài chính, chúng tôi đánh giá tiến độ khó kịp mốc 2028 và nhiều khả năng sẽ lùi sang sau 2030 khi các điều kiện triển khai được tháo gỡ.

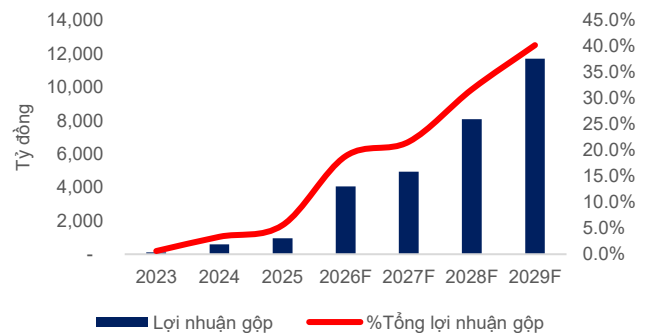
- Tại Bắc Trung Bộ, cụm dự án Quảng Trạch 2 và 3 đang dần hình thành như một trung tâm LNG mới, với Quảng Trạch 2 (1.5–1.6 GW) đã ký EPC và dự kiến vận hành 2030, trong khi Quảng Trạch 3 (1.5 GW) đang hoàn tất thủ tục để khởi công 2026 và vận hành khoảng 2031. Đồng thời, PV Gas, EVN và PV Power đã ký thỏa thuận cung cấp LNG từ Kho LNG Vũng Áng, dự kiến cấp khí từ Q3/2028, cho thấy chuỗi Vũng Áng – Quảng Trạch đã chuyển sang giai đoạn triển khai với quy mô ~3 GW, đóng vai trò nguồn điện nền cho miền Bắc.

Hình 17: Ước tính doanh thu LNG và tỷ trọng đóng góp vào GAS



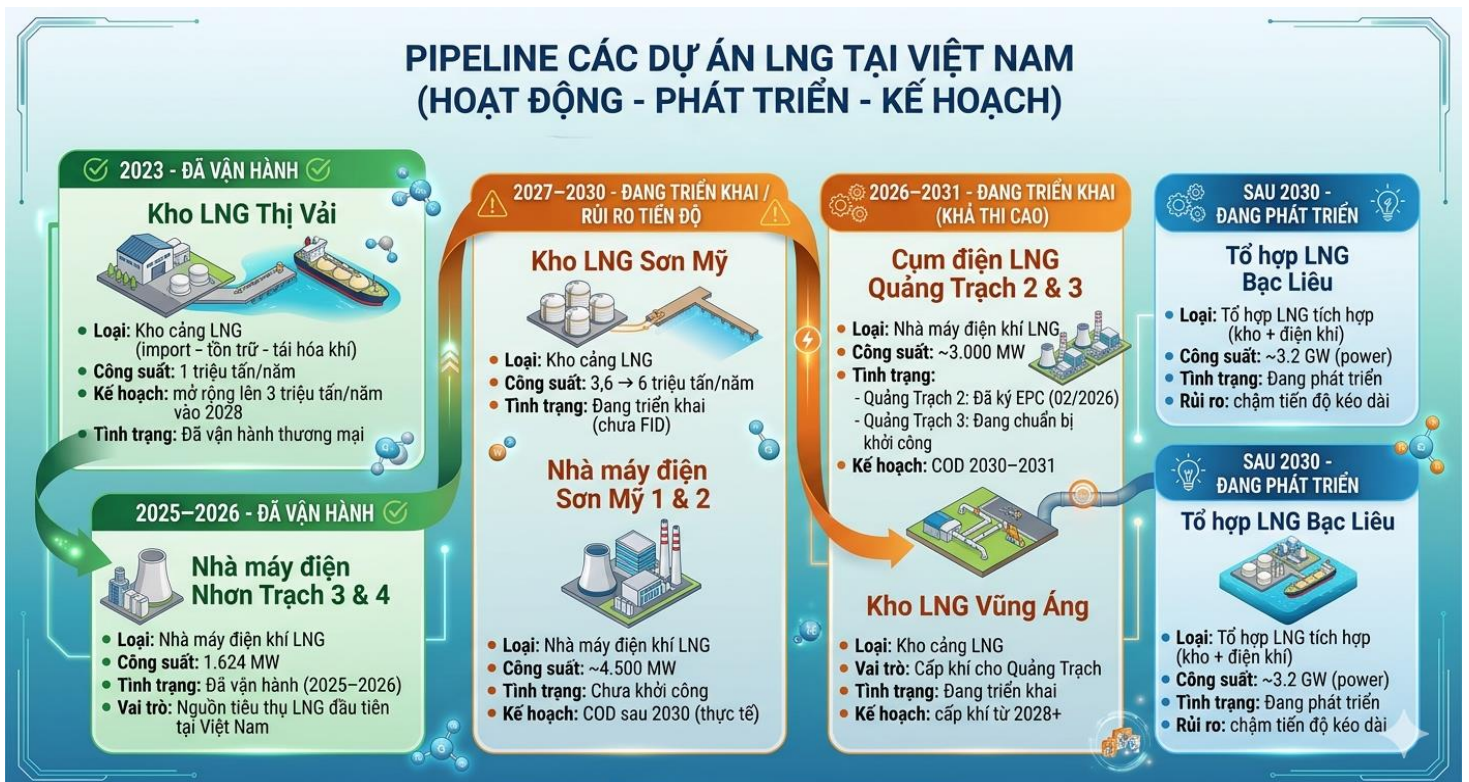
Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 18: Ước tính lợi nhuận gộp LNG và tỷ trọng tổng lợi nhuận gộp



Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 19: Dự phóng tình trạng và tiến độ một số dự án LNG tiêu biểu tại Việt Nam



Nguồn: MBS Research tổng hợp

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2024	2025	2026F	2027F	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	103,564	135,129	160,122	164,128	LN trước thuế	13,172	14,359	16,657	18,759
Giá vốn hàng bán	(85,910)	(118,079)	(138,655)	(141,333)	Khấu hao	2,728	2,788	2,675	2,699
Lợi nhuận gộp	17,654	17,051	21,467	22,795	Lãi/lỗ không bằng tiền	(2,632)	(2,403)	(3,248)	(3,658)
Chi phí quản lý DN	(3,197)	(1,324)	(2,882)	(2,462)	Các khoản điều chỉnh khác	925	(1,377)	4,069	(7,286)
Chi phí bán hàng	(2,415)	(2,602)	(3,202)	(3,283)	Thay đổi VLD	(5,157)	(328)	(14,403)	7,909
LN từ HĐKD	12,042	13,125	15,383	17,051	LCTT từ HĐKD	9,035	13,368	5,750	18,423
EBITDA thuần	14,770	15,913	18,058	19,749	Đầu tư TSCĐ	(1,925)	(2,315)	(1,338)	(1,660)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>12,042</b>	<b>13,125</b>	<b>15,383</b>	<b>17,051</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	1	-	-
Thu nhập lãi	1,737	1,580	1,672	2,094	Khác	9,393	(4,155)	117	(953)
Chi phí tài chính	(660)	(384)	(442)	(432)	LCTT từ đầu tư	7,468	(6,469)	(1,221)	(2,613)
Thu nhập ròng khác	16	(4)	(4)	(4)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	38	42	49	51	Tiền vay ròng nhận được	(2,740)	(253)	291	(354)
<b>LN trước thuế</b>	<b>13,172</b>	<b>14,359</b>	<b>16,657</b>	<b>18,759</b>	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Thuế TNDN	(2,582)	(2,788)	(3,248)	(3,658)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(13,872)	(5,012)	(8,445)	(10,858)
Lợi nhuận sau thuế	10,590	11,572	13,409	15,101	LCTT từ hoạt động TC	(16,612)	(5,265)	(8,155)	(11,213)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(192)	(157)	(182)	(205)	Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,669	5,568	6,876	3,250
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>10,399</b>	<b>11,414</b>	<b>13,227</b>	<b>14,896</b>	LC tiền thuần trong năm	(109)	1,308	(3,626)	4,598
Chi trả cổ tức	(13,872)	(5,012)	(8,445)	(10,858)	Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,568	6,876	3,251	7,848
Lợi nhuận giữ lại	(3,474)	6,403	4,782	4,038					
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Tiền và tương đương tiền	5,568	6,876	3,250	7,848	Tăng trưởng doanh thu thuần	15%	30%	18%	3%
Đầu tư ngắn hạn	27,494	32,891	28,822	36,108	Tăng trưởng EBITDA	-7%	8%	13%	9%
Phải thu khách hàng	16,745	20,895	22,974	21,993	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-7%	9%	17%	11%
Hàng tồn kho	4,599	4,399	15,999	2,565	Tăng trưởng LN trước thuế	-10.0%	9.0%	16.0%	12.6%
Tổng tài sản ngắn hạn	2,885	4,842	10,500	11,523	Tăng trưởng LN ròng	-10.4%	9.8%	15.9%	12.6%
Tài sản cố định	57,290	69,902	81,545	80,037	Tăng trưởng EPS	-10.4%	9.8%	15.9%	12.6%
Xây dựng cơ bản dở dang	17,853	15,574	14,260	13,246	Biên LN gộp	17.0%	12.6%	13.4%	13.9%
Đầu tư vào công ty con	369	377	353	328	Biên EBITDA	14.3%	11.8%	11.3%	12.0%
Đầu tư vào công ty LD/LK	1,718	2,877	3,597	4,117	Biên LN ròng	10.0%	8.4%	8.3%	9.1%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	ROAE	16.7%	18.0%	19.2%	20.3%
Tổng tài sản dài hạn	390	396	421	446	ROAA	12.3%	13.0%	13.3%	14.3%
Tổng tài sản	10	10	10	10	ROIC	16.0%	16.2%	17.4%	18.7%
Vay & nợ ngắn hạn	934	1,440	1,033	1,062	Vòng quay tài sản	122.1%	154.1%	161.1%	157.3%
Phải trả người bán	6,037	11,925	12,856	8,074	Tổng nợ vay/VCSH	5.2%	4.4%	4.5%	3.8%
Phải trả ngắn hạn khác	7,605	7,209	11,212	10,512	Nợ vay ròng/VCSH	-3.8%	-5.8%	0.0%	-6.4%
Tổng nợ ngắn hạn	14,575	20,574	25,101	19,648	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-2.9%	-4.2%	0.0%	-4.8%
Vay & nợ dài hạn	2,291	1,532	2,229	1,846	Khả năng thanh toán lãi vay	37.8	60.7	65.8	73.7
Các khoản phải trả khác	3,418	3,809	5,173	5,115	Số ngày phải thu	59	56	52	49
Tổng nợ dài hạn	5,708	5,341	7,401	6,961	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	20	14	42	7
Tổng nợ	20,284	25,915	32,503	26,608	Số ngày phải trả tiền bán	26	37	34	21
Vốn điều lệ	23,427	24,129	24,129	24,129	Khả năng thanh toán ngắn hạn	3.9	3.4	3.2	4.1
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0	Khả năng thanh toán nhanh	3.6	3.2	2.6	3.9
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	2.3	1.9	1.3	2.2
LN giữ lại	9,553	12,484	15,368	17,013	<b>Định giá</b>				
Các quỹ thuộc VCSH	26,968	29,381	31,461	34,059	EPS (*)	4,528	4,970	5,759	6,486
Vốn chủ sở hữu	-	0	-	-	BVPS (*)	25,718	27,475	29,532	31,290
Lợi ích cổ đông thiểu số	60,248	66,295	71,259	75,502	P/E (*)	17.5	15.9	13.7	12.2
Tổng vốn chủ sở hữu	1,323	1,358	1,395	1,436	P/B (*)	3.1	2.9	2.7	2.5
Tổng nợ và VCSH	61,571	67,653	72,653	76,937					

(\*) Lưu ý: Các phần dữ liệu có dấu (\*) được tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành tại cuối năm 2025 để đồng nhất cơ sở so sánh

Nguồn: GAS, MBS Research dự phóng

## 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.

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

### Khuyến nghị đầu tư ngành

<b>KHẢ QUAN</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TRUNG LẬP</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	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 CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

<b>Giám đốc Khối Nghiên cứu</b> <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	<b>Trưởng phòng</b> <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
<b>Vĩ mô &amp; Chiến lược thị trường</b> <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Đinh Hà Anh</i> <i>Võ Đức Anh</i>	<b>Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính</b> <i>Đinh Công Luyện</i> <i>Phạm Thị Thanh Hương</i>	<b>Bất động sản - VLXD</b> <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>
	<b>Công nghiệp – Năng lượng</b> <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Mai Duy Anh</i>	<b>Dịch vụ - Tiêu dùng</b> <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i> <i>Nguyễn Phương Anh</i>