

Ngành : Dầu khí (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

Tổng công ty Khí Việt Nam (HSX: GAS)

Động lực tăng trưởng đến từ LNG và LPG

Khuyến nghị

MUA

Giá hiện tại:	68,500
Giá mục tiêu trước đây	89,400
Giá mục tiêu mới:	83,100
Tỷ suất cổ tức	
Tiềm năng tăng giá	21%

Ngày viết báo cáo:	23/12/2024	Cơ cấu cổ đông	
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	2.342	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	95.76%
Vốn hóa (tỷ đồng)	163,050	Dragon Capital Group Ltd	0.85%
Thanh khoản bình quân 10 ngày (cổ)	1,439,309	Seafarer Capital Partners LLC	0.44%
Sở hữu nước ngoài	1.93%	Capital Asset Management	0.14%

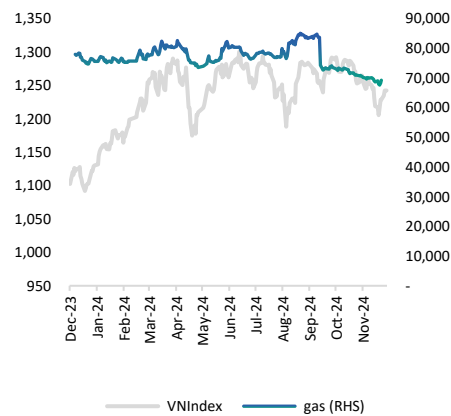
Chuyên viên phân tích ngành:

Nguyễn Cẩm Tú, CFA
(Dầu khí)
tuntc@bsc.com.vn

Định giá

- BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với GAS với giá mục tiêu 2025F mới là **83,100 VND/cp**, tương đương upside 21% so với ngày 23/12/2024. BSC giảm 7% giá mục tiêu so với báo cáo trước do (i) Giảm 4% dự phóng lợi nhuận của năm 2025 và (ii) Giảm PE mục tiêu từ 17 xuống 15 trong năm 2025.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo trong năm 2024, doanh thu và lợi nhuận sau thuế GAS đạt 105,729 tỷ (+18% YoY) và 11,605 tỷ (-2% YoY), EPS FW = 4,954 VND/cp** với giả định (i) sản lượng khí thiên nhiên (không tính LNG nhập khẩu) tiêu thụ đạt 6.13 tỷ m³ khí (-15% YoY) (ii) Sản lượng khí LNG tiêu thụ đạt 600 triệu m³ khí (iii) Sản lượng khí LPG tiêu thụ đạt 3.3 triệu tấn (+34% YoY)
- BSC dự báo trong năm 2025, doanh thu và lợi nhuận sau thuế GAS đạt 116,523 tỷ (+10% YoY) và 12,511 tỷ (+8% YoY), EPS FW = 5,340 VND/cp** với giả định (i) Sản lượng khí thiên nhiên (không tính LNG nhập khẩu) tiêu thụ đạt 5.06 tỷ m³ khí (-17% YoY) (ii) Sản lượng khí LNG tiêu thụ đạt 1.27 tỷ m³ khí (+111% YoY) (iii) Sản lượng khí LPG tiêu thụ đạt 4.07 triệu tấn (+23% YoY)

Rủi ro

- Giá dầu và giá khí xu hướng giảm có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của GAS
- Các dự án mỏ khí trọng điểm bị chậm tiến độ

Cập nhật doanh nghiệp

- Trong quý 3 năm 2024, doanh thu thuần của GAS đạt 25,252 tỷ VND (+14% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 2,578 tỷ VND (+7% YoY).** BSC cho rằng LPG đóng góp chính vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khi sản lượng LPG +6% YoY và sản lượng khí truyền thống giảm 12% YoY. Về chi phí, GAS ghi nhận 430 tỷ chi phí dự phòng phải thu khó đòi (gấp 2.5 lần cùng kỳ) liên quan đến Nhà máy Nhơn Trạch 2 và Nhà máy BOT Phú Mỹ 3.
- Năm 2024, công ty đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 70,000 tỷ (-22% YoY) và 5,800 tỷ (-51% YoY).**

	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	15.9	17.1	14.6	13.0	Doanh thu	100,724	89,954	105,729	116,523
PB (x)	3.3	2.8	2.7	3.1	Lợi nhuận gộp	21,315	16,925	18,447	19,063
PS (x)	1.8	1.9	1.8	0.6	NPATMI	14,798	11,606	11,605	12,511
ROE (%)	21.4	18.6	19.4	19.3	EPS	7,649	4,972	4,954	5,340
ROA (%)	15.0	13.8	15.4	16.9	Tăng trưởng EPS	76%	-35%	0%	8%

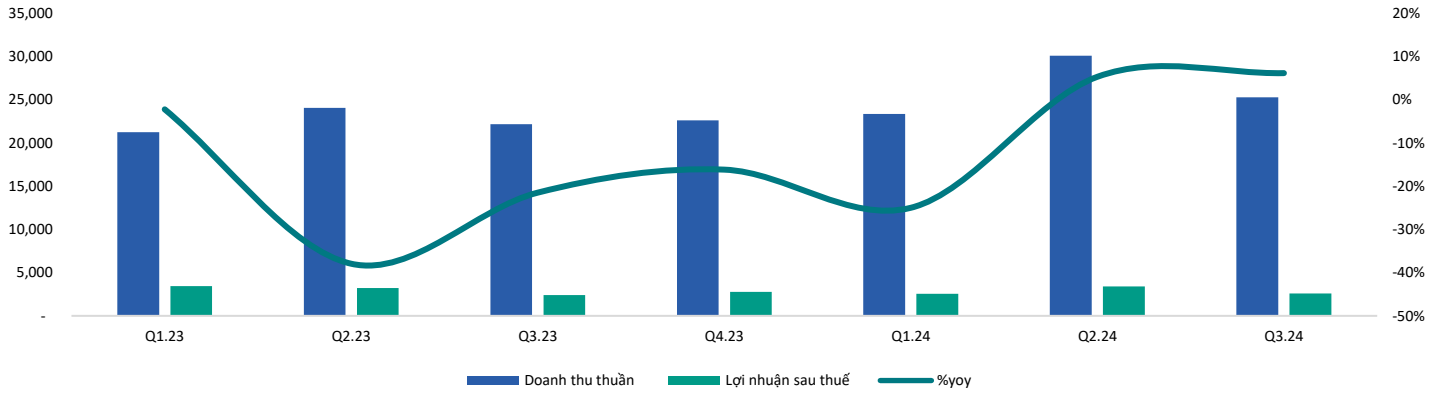
I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG ĐẦU NĂM 2024

Bảng: Cập nhật kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2024

(tỷ VND)	Q3.24	Q3.23	% YoY	9T.24	9T.23	% YoY	Cập nhật KQKD
Doanh thu thuần	25,252	22,126	14%	78,619	67,383	17%	Trong quý 3 năm 2024, doanh thu thuần của GAS đạt 25,252 tỷ VND (+14% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 2,578 tỷ VND (+7% YoY). + BSC cho rằng LPG đóng góp chính vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khi sản lượng LPG +6% YoY và sản lượng khí truyền thống giảm 12% YoY (theo IR News) + Trong Chi phí quản lý doanh nghiệp, GAS ghi nhận 430 tỷ chi phí dự phòng phải thu khó đòi (gấp 2.5 lần cùng kỳ) liên quan đến Nhà máy Nhơn Trạch 2 và Nhà máy BOT Phú Mỹ 3. BSC cho rằng khoản dự phòng liên quan đến hợp đồng cung cấp khí dự kiến và thực tế giữa hai bên.
Lợi nhuận gộp	4,183	3,682		13,610	12,867		
GPM	16.6%	16.6%		17.3%	19.1%		
Lãi/lỗ từ CTLDLK	12	9		25	18		
CP bán hàng	-616	-662		-1,746	-1,844		
CP QLDN	-701	-336	109%	-2,099	-1,069	96%	
SG&A/Rev	5.2%	4.5%		4.9%	4.3%		
EBIT	3,273	3,115	5%	10,877	11,505	-5%	
DT tài chính	409	594	-31%	1,317	1,729	-24%	
CP tài chính	-109	-278	-61%	-519	-449		
LN khác	0	0		28	23		
LNTT	3,204	3,009	7%	10,616	11,275	-6%	
LNST	2,578	2,404	7%	8,539	9,017	-6%	
Sản lượng tiêu thụ							
Khí khô (gồm LNG) (triệu m3)	1,354	1,537	-12%	4,943	5,527	-11%	
Condensate (nghìn tấn)	17	17		45	63	-29%	
LPG (XNK và kinh doanh quốc tế (nghìn tấn)	814	770	6%	2,314	1,860	24%	

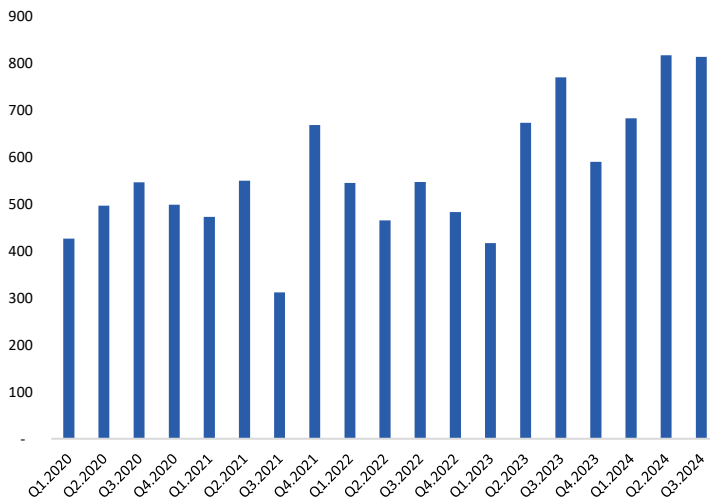
Ước tính kết quả kinh doanh quý 4 năm 2024: PV GAS cho biết ước tính quý 4 doanh thu hợp nhất đạt 26.4 nghìn tỷ (+17% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 2.4 nghìn tỷ (- 27% YoY). Tính cả năm 2024, doanh thu hợp nhất đạt gần 105 nghìn tỷ đồng (+14% YoY); lợi nhuận trước thuế đạt trên 13 nghìn tỷ đồng (-11% YoY). Như vậy, kết quả kinh doanh của GAS ước tính tương đương với 100% dự phóng doanh thu và 90% dự phóng lợi nhuận trước thuế của BSC.

Diễn biến doanh thu, lợi nhuận sau thuế theo quý của GAS

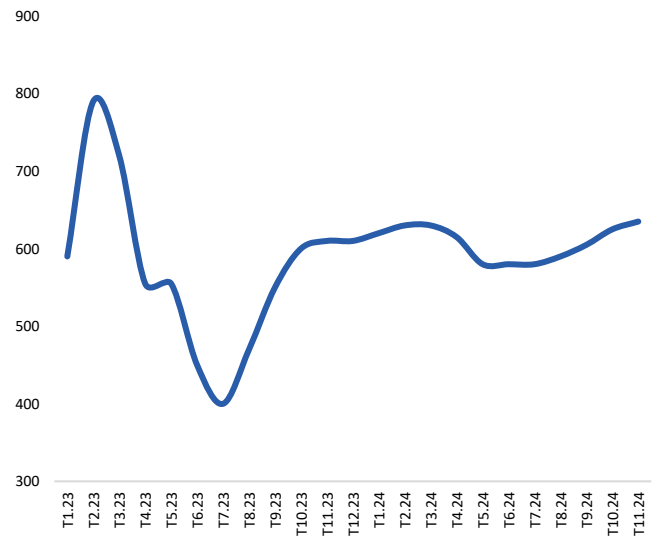


Nguồn: GAS

Sản lượng LPG tiêu thụ (bao gồm nhập khẩu) (nghìn tấn)



Giá LPG (propane) của Saudi Aramco (USD.MT)



Nguồn: GAS, Saudi Aramco

Cập nhật giá dầu thế giới: Kết thúc tháng 11/2024, giá dầu thế giới biến động quanh mức vùng giá thấp sau đợt điều chỉnh tháng 8 vừa rồi: giá dầu Brent quanh mức 71 – 73 USD/thùng, giá dầu WTI quanh mức 67 – 69 USD/ thùng. Diễn biến không mấy tích cực của giá dầu đến từ (i) Lo ngại nhu cầu dầu suy yếu (đặc biệt từ Trung Quốc) (ii) Ảnh hưởng của tổng thống Mỹ Donald Trump – người ủng hộ thuế quan và năng lượng hóa thạch, có thể tăng sản lượng dầu từ Mỹ. Do đó, mặc dù đầu tháng 12, nhóm OPEC+ có đồng ý trì hoãn kế hoạch tăng sản lượng cho đến tháng 4/2025 (thay vì tháng 1/2025) nhưng giá dầu không phản ứng quá tích cực.

BSC cho rằng giá dầu ở mức thấp sẽ ảnh hưởng đến GAS qua (i) Giá bán khí trực tiếp của GAS (ii) Mức định giá cổ phiếu GAS. Trong giai đoạn 2016 – 2020 (giai đoạn giá dầu quanh mức 40 – 60 USD/thùng), định giá P/E của GAS dao động quanh mức 9, chiết khấu 43% so với mức PE trung vị giai đoạn 2021 - 2024 là 17 lần.

Cập nhật khí khô truyền thống: Lũy kế 10 tháng đầu năm 2024, sản lượng khí thiên nhiên sản xuất tại Việt Nam đạt 5.2 tỷ m³ (-19% YoY), tiếp tục xu hướng giảm đã kéo dài trong 5 năm gần đây. Sang năm 2025, BSC cho rằng sản lượng khí khô sẽ tiếp tục xu hướng suy giảm. Theo Kế hoạch vận hành hệ thống điện (HTĐ) quốc gia năm 2025, khả năng cấp khí Đông Nam Bộ là 2.06 tỷ m³ (-30% so với kế hoạch năm 2024), khả năng cấp khí của PM3-CAA là 1.35 tỷ m³ (-5% so với kế hoạch năm 2024).

Cập nhật khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG): Trong tháng 11, GAS và POW đã chính thức ký kết hợp đồng cung cấp LNG để chạy thử nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4. Tiến độ của hai nhà máy này là yếu tố chính ảnh hưởng đến nhu cầu nhập khẩu LNG của GAS. Theo thông tin mới nhất, Nhơn Trạch 3 sẽ tiến hành chạy thử 6 tháng từ tháng 12/2024.

Tiến độ nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 3 và 4 tính đến cuối tháng 8 năm 2024

Tiêu chí	Tiến độ
Thuê đất	Hoàn thành ký kết hợp đồng thuê 43 ha
Hợp đồng PPA	Đã ký kết
Tiến độ xây dựng	94% tiến độ EPC
Khung giá phát điện LNG	Từ 0 – 2,590 VND/kwh Mức giá trần gồm có các thông số: giá LNG là 12.98 USD/triệu BTU (chưa bao gồm chi phí tồn trữ, tái hóa và phân phối khí), tỷ giá 24,520 VND/USD.
Thời điểm chạy thử	Nhơn Trạch 3: Tháng 12/2024 Nhơn Trạch 4: Tháng 5/2025

Nguồn: POW

Danh sách một số nhà máy Nhiệt điện dự kiến sử dụng khí LNG giai đoạn 2024 - 2026

Thời gian	Nhà máy dự kiến sử dụng LNG	Công suất thiết kế (MW)	Ghi chú
Năm 2024	Nhà máy Nhiệt điện BOT Phú Mỹ 3	715	T4.2024: Đang sử dụng khí LNG
	Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 3	750	T11.2024 dự kiến phát điện (sử dụng khí LNG)
Năm 2025	Nhà máy Nhiệt điện BOT Phú Mỹ 2.2	715	Q2.2025 dự kiến sử dụng khí LNG
	Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 4	750	T5.2025 dự kiến phát điện (sử dụng khí LNG)

	Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 1	450	Q4.2025 dự kiến chuyển đổi dùng LNG từ khí thiên nhiên
	Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 2	750	Q4.2025 dự kiến chuyển đổi dùng LNG từ khí thiên nhiên
Tổng công suất thiết kế các nhà máy Nhiệt điện dùng khí LNG trong 2024 - 2026		4,790	Kỳ vọng tiêu thụ ~ 1.87 tỷ m3 khí (~26% tổng sản lượng khí thiên nhiên tiêu thụ năm 2023) với giả định Nhơn Trạch 3 & 4 được huy động 60%
Tổng công suất thiết kế các nhà máy Nhiệt điện đang dùng khí tự nhiên * (có tính NT1,2)		7,060	
Kế hoạch nhập khẩu lượng khí LNG năm 2030			8 tỷ m3 khí
Kế hoạch nhập khẩu lượng khí LNG năm 2045			15 tỷ m3 khí

Nguồn: BSC tổng hợp

II. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

So với báo cáo trước ([Link](#)), BSC không điều chỉnh dự phóng cho năm 2024.

Năm 2025, BSC điều chỉnh giảm 3% doanh thu và 4% lợi nhuận sau thuế do giảm 9% sản lượng khí thiên nhiên (không tính LNG nhập khẩu) xuống 5.06 tỷ m3 (-17% YoY).

BSC dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2024 lần lượt đạt 105,729 tỷ (+18% YoY) và 11,605 tỷ (-2% YoY), tương đương EPS FW = 4,954 VND/cp dựa trên giả định:

- Sản lượng khí thiên nhiên (không tính LNG nhập khẩu) tiêu thụ đạt 6.13 tỷ m3 khí (-15% YoY)
- Sản lượng khí LNG tiêu thụ đạt 600 triệu m3 khí
- Sản lượng khí LPG tiêu thụ đạt 3.3 triệu tấn (+34% YoY)

BSC dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2025 lần lượt đạt 120,191 tỷ (+14% YoY) và 13,084 tỷ (+13% YoY), tương đương EPS FW = 5,585 VND/cp dựa trên giả định:

- Sản lượng khí thiên nhiên (không tính LNG nhập khẩu) tiêu thụ đạt 5.06 tỷ m3 khí (-17% YoY)
- Sản lượng khí LNG tiêu thụ đạt 1.27 tỷ m3 khí (+111% YoY)
- Sản lượng khí LPG tiêu thụ đạt 4.07 triệu tấn (+23% YoY)

Bảng: Dự phóng KQKD của BSR

Đv: Tỷ VND	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	100,724	89,954	105,729	116,523	132,041
Lợi nhuận gộp	21,315	16,925	18,447	19,063	21,203
<i>Biên LN gộp</i>	21.2%	18.8%	17.5%	16.4%	16.1%
CP bán hàng	(2,440)	(2,544)	(2,960)	(3,263)	(3,697)
CP QLDN	(1,075)	(1,475)	(2,749)	(1,864)	(2,113)
EBIT	19,143	14,980	14,906	15,953	17,403
DT tài chính	1,568	2,273	2,302	2,271	2,302
CP tài chính	(671)	(587)	(570)	(607)	(655)
Thu nhập khác	78	20	11	12	14
LNTT	18,806	14,640	14,506	15,639	17,080
LNST	15,066	11,793	11,606	12,511	13,664
<i>Biên LNST</i>	15.0%	13.1%	11.0%	10.7%	10.3%
LNST-CĐTS	14,798	11,606	11,606	12,511	13,644
EPS	7,649	4,972	4,954	5,340	5,833

III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với GAS với giá mục tiêu 2025F mới là **83,100 VND/cp**, tương đương upside 21% so với ngày 23/12/2024. BSC giảm 7% giá mục tiêu so với báo cáo trước do (i) Giảm 4% dự phóng lợi nhuận của năm 2025 và (ii) Giảm PE mục tiêu từ 17 xuống 15 trong năm 2025.

Phương pháp PE:

BSC sử dụng mức định giá P/E mục tiêu là 15.0, giảm 12% từ mức PE của báo cáo trước, phản ánh kỳ vọng giá dầu thấp trong năm 2025 ảnh hưởng đến mức định giá của doanh nghiệp.

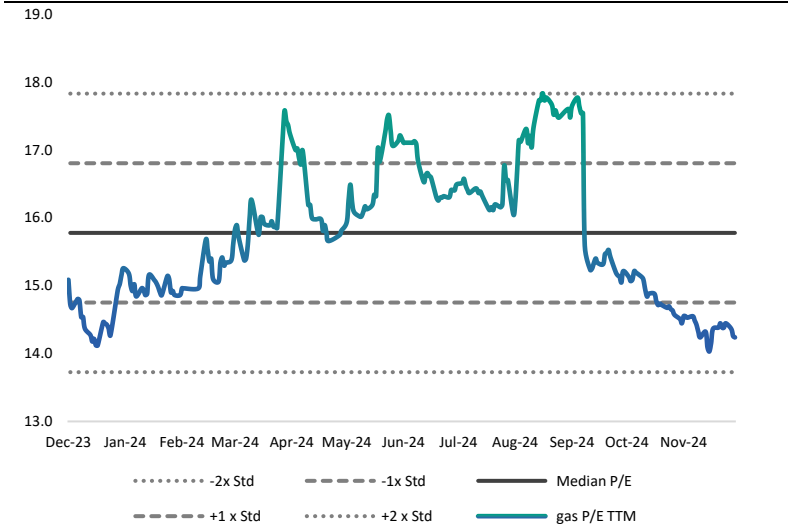
Phương pháp P/E	2024F	2025F
EPS	4,954	5,340
P/E mục tiêu	15.0	15.0
Giá mục tiêu theo phương pháp PE	74,310	80,100

Phương pháp FCFF:

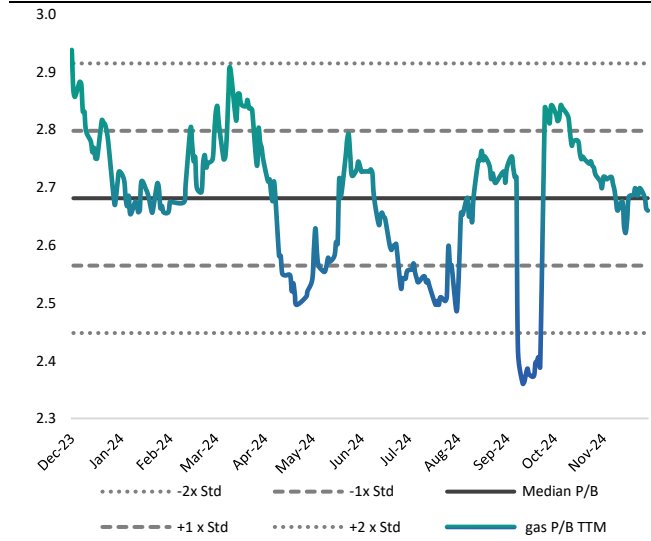
Phương pháp FCFF	2024F	2025F	2026F	Các giả định	
Giá trị chiết khấu dòng tiền tự do	17,910	14,048	6,807	Rf	5%
PV của giá trị cuối cùng (TV)	119,421			Beta	0.8
Tổng giá trị chiết khấu	164,633			Ke	13.2%
(+) Tiền & đầu tư ngắn hạn	40,754			Kd	7.5%
(-) Nợ	5,875			WACC	9.6%
				g	4%
Tổng giá trị công ty (tỷ VND)	199,511				
SLCP Lưu hành (triệu cp)	2,342				
Giá trị hợp lý	85,100				

Phương pháp	Định giá (VND/CP)	Tỷ trọng (%)	Giá bình quân
P/E với P/E mục tiêu 15.0	80,100	40%	32,000
FCFF	85,100	60%	51,100
Giá mục tiêu (VND/CP)			83,100
Giá đóng cửa ngày 23/12/2024			68,500
Upside			21%

Stock PE



Stock PB



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

