

TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM - CTCP (HSX: GAS)

Ngành:	Dầu khí	Đvt: Tỷ đồng	2023	2024	T12M	Tổng quan
Ngày báo cáo	04/09/2025	Doanh thu thuần	89.954	103.564	105.953	PVGAS có tiền thân là Công ty Khí đốt được thành lập vào năm 1990, là đơn vị thành viên thuộc Tập Đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam. PVGas chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực thu gom, vận chuyển, lưu trữ, chế biến, xuất nhập khẩu, kinh doanh khí và các sản phẩm khí. PVGas có đầy đủ hệ thống cơ sở hạ tầng khí và là doanh nghiệp chủ chốt trong lĩnh vực khí đốt. Hiện PVGas giữ vị thế số 1 về cung cấp LPG với hơn 70% thị phần trên thị trường
Thị giá (vnd)	64.200	Lợi nhuận gộp	16.925	17.654	17.271	
GT vốn hóa (tỷ đồng)	150.399	CP bán hàng và QLDN	4.019	5.612	3.288	
GTGD/ngày (30n) (tỷ đồng)	78	LNTT	14.640	13.172	15.173	
Số lượng cổ phần lưu hành (cổ phần)	2.342.672.919	LNST	11.793	10.590	12.202	

I. Thông tin doanh nghiệp

Doanh nghiệp chiếm gần 100% thị phần vận chuyển và phân phối khí khô qua đường ống, đóng vai trò chủ lực trong cung ứng khí cho các nhà máy điện, đạm và công nghiệp. Hoạt động chính bao gồm thu gom, vận chuyển, xử lý, lưu trữ, chế biến, xuất nhập khẩu và phân phối, kinh doanh khí tự nhiên, khí hóa lỏng (LPG), condensate và LNG.

Công ty sở hữu đầy đủ hệ thống cơ sở hạ tầng khí, đang vận hành các hệ thống hạ tầng khí lớn nhất cả nước như Nam Côn Sơn, PM3 – Cà Mau và Bạch Hổ

Cơ cấu cổ đông

Tên cổ đông	Tỷ lệ nắm giữ
Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam	95,76%
Khác	4,24%

II. Cập nhật kết quả kinh doanh 2024 và 6 tháng 2025

KQKD 2024 ghi nhận doanh thu tăng nhưng lợi nhuận giảm do khoản chi phí dự phòng lớn

Lũy kế cả năm 2024, GAS đạt mức doanh thu 103,604 tỷ đồng (+15.1% yoy) và LNST là 10,590 tỷ đồng (-10.2% yoy). Năm 2024 doanh thu GAS duy trì tăng trưởng 15.1% yoy nhờ giá bán khí LPG tăng 6% yoy và sản lượng LPG thương phẩm tăng 27% yoy, bù đắp lại sự sụt giảm sản lượng khí khô thương phẩm (-11% yoy).

Chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng mạnh 116.8% yoy lên 3,197 tỷ đồng, chủ yếu do khoản chi phí dự phòng trị giá 1,918 tỷ đồng liên quan đến khoản nợ xấu của POW, PGV và các nhà máy điện BOT Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3. Khoản phải thu này bị quá hạn do (1) chưa hoàn tất hồ sơ/chứng từ với EVN và khó khăn tài chính của EVN; (2) tranh chấp về biểu phí vận chuyển với nhà máy điện Nhơn Trạch 1 & 2.

Trong 6 tháng đầu năm 2025, doanh thu của GAS đạt 55.775 tỷ đồng, tăng 4,5%YoY. Tuy nhiên, giá vốn tăng hơn 6,3% YoY, cho nên GAS ghi nhận lãi gộp 9.043 tỷ đồng, giảm 4% YoY. Đóng góp chủ yếu nhờ vào sản lượng tiêu thụ LPG (khí dầu mỏ hóa lỏng) và giá LNG (khí thiên nhiên hóa lỏng). Kết quả tích cực khi GAS tăng cường hoạt động xuất khẩu, tổng sản lượng kinh doanh quốc tế chiếm 46.1% tổng sản lượng LPG của doanh nghiệp.

Sản lượng khí khô 6T.2025 đạt 2.995 triệu m3, giảm 7,2% YoY do mỏ khí Cửu Long và Nam Côn Sơn giảm sản lượng. Sản lượng LNG 245 triệu m3, giảm 32,1% YoY, mức giảm lớn do đến

từ mức nền nhập khẩu cao 6T2024 (6T nhập khẩu khoảng 361 triệu m³, cả năm 2024 nhập khẩu gần 400 triệu m³). Sản lượng khí LPG đạt 197 triệu m³, giảm 3,9% YoY do ảnh hưởng từ sụt giảm khí ẩm tiếp nhận, tuy nhiên doanh thu từ hoạt động bán LPG vẫn đạt kết quả tích cực khi GAS tăng cường hoạt động xuất khẩu, tổng sản lượng kinh doanh quốc tế chiếm 46.1% tổng sản lượng LPG của doanh nghiệp.

GAS đang đối mặt với thách thức nguồn cung khí nội địa trở nên eo hẹp do nguồn khí khai thác được từ các mỏ đang suy giảm khi các mỏ này đã được khai thác trong thời gian dài. Các mỏ cung cấp khí cho GAS đều đang thu hẹp sản lượng, chỉ trừ mỏ Tiền Hải-Thái Bình (2024: +19% YoY), tuy nhiên mỏ này chỉ chiếm rất nhỏ trong tổng sản lượng khí của GAS (gần 1.8%). Trong khi đó, 2 mỏ chủ lực là Cửu Long và Nam Côn Sơn 1 (chiếm tổng 39%) đều trong tình trạng suy kiệt nhanh chóng (trung bình giảm 15-20% sản lượng trong 3 năm gần nhất). Đặc biệt, mỏ Nam Côn Sơn 1 đã giảm đến hơn 30% sản lượng so với cùng kỳ trong năm 2024 do 2 lô 06.1 (Lan Tây, Lan Đỏ) và Hải Thạch-Mộc Tinh chỉ thu về lần lượt 611 và 973 triệu m³ khí, giảm 32% YoY.

Biên lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm ghi nhận 16,3%, giảm nhẹ 1,4 đpt so với cùng kỳ năm 2024. Trong khi biên lợi nhuận mảng khí khô, LNG và LPG đều giảm, nhưng LN gộp từ mảng kinh doanh CNG cải thiện đáng kể so với cùng kỳ và trở thành động lực chính thúc đẩy BLN gộp của GAS 6T.2025.

Doanh thu tài chính trong kỳ giảm 16,4% còn 759 tỷ đồng từ giảm lãi tiền gửi (từ ảnh hưởng của mức giảm lãi suất), được bù đắp bằng lãi chênh lệch tỷ giá tăng 86 tỷ đồng. Chi phí bán hàng & QLDN giảm mạnh so với cùng kỳ nhờ hoàn nhập dự phòng hơn 1.634 tỷ trong quý 2. Đây có thể là hoàn nhập dự phòng khoản nợ khó đòi khi giá trị có thể thu hồi các khoản nợ xấu giảm từ 2,901 tỷ đầu năm xuống còn 458 tỷ tại Q2/2025. Các khách hàng có mức giảm nợ xấu lớn nhất bao gồm PV Power, Năng lượng Mê Kông và BOT Phú Mỹ 3.

Nhờ vậy, GAS ghi nhận lợi nhuận sau thuế 6T.2025 gần 7.571 tỷ đồng, tăng 27% YoY. Với kết quả như vậy GAS đã hoàn thành 35% mục tiêu doanh thu và hơn 52% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cho cả năm 2025.

Trong năm 2024, mảng hoạt động mới (khí hóa lỏng LNG) ghi nhận kết quả tích cực.

GAS là đơn vị đầu tiên của Việt Nam được Bộ Công Thương cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện thương nhân xuất khẩu, nhập khẩu LNG và hiện nay là đơn vị duy nhất tại Việt Nam đang cung cấp sản phẩm LNG ra thị trường. LNG là khí thiên nhiên hóa lỏng ở -1,620C được vận chuyển đến Việt Nam bằng các tàu LNG chuyên dụng. Sau khi được nhập khẩu về Việt Nam, LNG được phân phối đến các khách hàng tiêu thụ theo 2 phương thức:

- **Đường ống:** LNG được tái hóa khí và bơm vào đường ống để cung cấp cho khách hàng tiêu thụ là các nhà máy điện khí bắt đầu cấp từ giữa tháng 4/2024 (bắt đầu cấp khí cho các nhà máy Phú Mỹ 2.2 công suất 720MW, Phú Mỹ 3 công suất 720MW, Nhơn Trạch 3 công suất 750MW, từ cuối năm 2024; Nhơn Trạch 4 công suất 750MW, dự kiến bắt đầu hoạt động và cấp khí trong năm 2025); một phần lượng khí tái hóa từ LNG cung cấp đến khách hàng công nghiệp qua hệ thống phân phối khí thấp áp đường ống của PV GAS D (bắt đầu cấp cho khách hàng từ tháng 7/2023); dự kiến cấp cho khách hàng Đạm Phú Mỹ trong tương lai.

- **Bằng các phương tiện vận tải khác:** LNG được xuất ra các tank chứa và vận chuyển bằng các phương tiện đường bộ (xe bồn, tàu hỏa,...) hoặc đường thủy,... đến khách hàng xa hệ thống đường ống, bồn chứa tại các kho vệ tinh để tái hóa khí và cung cấp cho khách hàng tiêu thụ (là các khách hàng công nghiệp). PV GAS/PV GAS CNG đã vận chuyển thành công LNG bằng tàu hỏa từ miền Nam ra miền Bắc và bắt đầu cấp LNG liên tục cho khách hàng công nghiệp tại miền Bắc từ đầu tháng 9/2024.

Chuyến tàu LNG đầu tiên với khối lượng 85 triệu m3 đã được PV GAS nhập khẩu thành công về Việt Nam vào tháng 7/2023. Trong năm 2024, PV GAS đã nhập khẩu tổng cộng gần 400 triệu m3 LNG (5 chuyến tàu).

III. Giai đoạn 2025-2026 của GAS sẽ có những điểm tích cực chính sau:

Biên lợi nhuận gộp 2025-2026 chịu ảnh hưởng giảm do giá dầu nhưng động lực nằm ở mảng khí khô. Biên lợi nhuận gộp mảng khí LPG giảm từ 2022 đến nay do 1) giá bán LPG của GAS cũng tính và khá sát theo giá dầu trong khi giá dầu giảm; 2) trong cơ chế giá mua khí từ các mỏ, một phần khá lớn tỷ trọng là tính theo giá cố định như Nam Côn Sơn (80% giá cố định, 20% thả nổi), Cửu Long (giá cố định), Hàm Rồng Thái Bình (giá cố định), ngoài ra mức giá cố định cũng được tăng giá 2%/năm.

Tuy nhiên, biên lợi nhuận mảng khí khô lại tích cực hơn, cũng giảm từ sau 2022 nhưng tích cực hơn, biên lãi gộp 2024 cải thiện lên mức 27.6% (cùng kỳ 26.3%) nhờ giá khí bán cho các nhà máy điện trong cơ chế bao tiêu ToP (Take or pay) được cố định và tăng giá 2% mỗi năm.

Ngoài ra, năm 2025-2026 được kỳ vọng rằng nhiệt điện khí sẽ được tăng huy động trở lại nhờ

1) Ảnh hưởng của La Nina đã giảm so với 2024 khi trạng thái thời tiết đã chuyển sang pha trung tính;

2) Kế hoạch của Bộ Công Thương/Công ty TNHH MTV Vận hành hệ thống điện và thị trường điện quốc gia (NSMO) về việc tăng mức huy động của các nhà máy điện khí thêm 22%-30% YoY vào năm 2025.

=> Theo đó, mảng khí khô của GAS sẽ tích cực hơn nhờ sản lượng bán cho các nhà máy điện khí tăng và giá bán cố định ở đây cũng tăng 2% YoY, đây cũng là nhóm khách hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu sản lượng, khoảng 66% tổng sản lượng khí khô, khoảng 30% tổng doanh thu GAS.

Vào tháng 5/2025, GAS đã chính thức phê duyệt dự án đầu tư mở rộng, nâng công suất kho chứa LNG Thị Vải lên 3 triệu tấn/năm và dự kiến sẽ hoàn thành vào 2029. Bộ Công Thương đã thông báo kết quả thẩm định FS cho dự án Kho cảng nhập khẩu LNG Sơn Mỹ, dự kiến sẽ đồng bộ với tiến độ dự án các nhà máy điện Sơn Mỹ. Bên cạnh 2 dự án lớn Thị Vải và Sơn Mỹ, Việt Nam cũng đưa vào quy hoạch 1 số dự án LNG khác với mục tiêu đáp ứng được công suất xử lý cần thiết, minh chứng cho xu hướng cam kết dài hạn vào triển vọng LNG

Sức khỏe tài chính tiếp tục là điểm mạnh của GAS

Về tài sản, tiền mặt và tiền gửi ngân hàng của GAS cuối Q2.2025 là hơn 41 nghìn tỷ đồng, tương đương 46% tổng tài sản. Theo đó, GAS tiếp tục là một trong những cổ phiếu blue-chip có sức khỏe tài chính lành mạnh nhất thị trường. Ngoài ra, với vị thế là một blue-chip trong Báo cáo phân tích công ty TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM - CTCP (HOSE – GAS) 04.09.2025 VN30 với thanh khoản trung bình 3 tháng khoảng 78 tỷ đồng/phiên, chúng tôi đánh giá cổ phiếu GAS nhiều khả năng sẽ hưởng lợi trong làn sóng nâng hạng thị trường mới nổi sau khi hệ thống KRX chính thức đi vào vận hành.

Khách hàng nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 là động lực tăng trưởng từ 2025 và sẽ rõ nét từ 2026

Tiến độ tới hiện tại của dự án, GAS đã hoàn thành hạ tầng cho việc phân phối LNG sau khi đưa vào vận hành kho cảng LNG Thị Vải giai đoạn 1 cuối năm 2023, GAS cũng đang có kế hoạch mở rộng kho cảng lên 3 triệu tấn m3 khí/năm và kỳ vọng hoàn thành trong năm 2026. Với năng lực đã chuẩn bị sẵn sàng hiện tại, chúng tôi kỳ vọng Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 3&4 đi vào vận hành từ Q3/2025 sẽ là động lực tăng trưởng đầu ra cho GAS. Ngày 5/2/2025, nhà máy

Nhơn Trạch 3 hòa lưới điện thành công trong giai đoạn chạy thử. Dự kiến đến tháng 9 và tháng 11 năm nay, cả hai nhà máy sẽ vận hành thương mại, đóng góp gần 1.500 MW công suất phát điện, tăng cường độ ổn định cho khu vực Đông Nam Bộ - nơi có tốc độ tăng trưởng phụ tải nhanh nhất cả nước.

Lô B sẽ bù đắp sản lượng khí trong nước suy giảm và khí LNG sẽ là động lực tăng trưởng cho 5 năm tới

Dự án Lô B – Ô Môn, với trữ lượng 107 tỷ m³ khí và dự kiến vận hành trong năm 2026, cung cấp 5-6 tỷ m³ khí/năm. PV GAS tham gia góp vốn 51% tại dự án đường ống khí Lô B, dự kiến khi dự án đi vào hoạt động trong năm 2026, sản lượng khí của Báo cáo phân tích công ty TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM - CTCP (HOSE – GAS) 29.04.2025 GAS dự báo tăng ít nhất 20%/năm và hỗ trợ cải thiện doanh thu của công ty trong dài hạn, kỳ vọng có thể cung ứng 3.5 tỷ m³/năm từ 2029.

Tuy nhiên, những thay đổi của quy hoạch điện VIII điều chỉnh ngày 15/4/2025, có thể tăng nhu cầu nhập khẩu LNG để bù đắp, khi chính phủ đặt kế hoạch công suất cho nhiệt điện khí trong nước vào 2030 là từ 10,861 - 14,930 MW, biên độ kế hoạch cho mảng này khá rộng cho thấy sự chưa chắc chắn về nguồn cung khí mà Lô B dự kiến sẽ mang lại.

IV. Định giá tham khảo

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E, P/B để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu GAS dựa trên việc so sánh P/B của GAS với các công ty năng lượng có hoạt động kinh doanh và quy mô tương đương ở các thị trường mới nổi trong khu vực Châu Á-Thái Bình Dương. Theo đó, chúng tôi xác định P/E, P/B hợp lý cho GAS là 11,93 và 2,90

Giá hợp lý cho mỗi cổ phần GAS được chúng tôi xác định là 69.700 đồng/cp