

**PVT – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 02/11/2020)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	13.400
KLGD TB 10 ngày	1.797.607
Vốn hoá (tỷ đồng)	3.700
Số lượng CPLH	281.440.144
% sở hữu nước ngoài	17,55%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

**Phạm Hồng Quân**  
phquan@vcbs.com.vn  
+84-4 3936 6990 ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Kết quả kinh doanh:** Hoạt động bảo dưỡng định kỳ của nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất và nhu cầu nhiên liệu trong nước sụt giảm do tác động của Covid-19 đã tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh 03 quý đầu năm của PVT. Kết thúc 9T.2020, doanh thu của PVT đạt 5.250 tỷ đồng (-9,9% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 452,7 tỷ đồng (-22,7% yoy).

**Triển vọng:** Chúng tôi cho rằng sản lượng vận chuyển cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ được cải thiện tích cực từ Q4.2020 khi các nhà máy lọc dầu quay trở lại hoạt động ổn định. Về dài hạn, PVT duy trì triển vọng tăng trưởng tích cực cùng với xu thế tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ nhiên liệu tại Việt Nam, lợi thế cạnh tranh vững mạnh và động lực từ hoạt động mở rộng quy mô đội tàu trong các năm tới.

**Rủi ro:** (1) Không thỏa thuận được hợp đồng vận tải dầu thô cho Nghi Sơn ; (2) Áp lực cạnh tranh trên thị trường quốc tế.

**Đánh giá:** VCBS dự phóng doanh thu năm 2020 của PVT đạt 7.012 tỷ đồng (-9,6% yoy), lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 537 tỷ đồng (-22,1% yoy). Cho năm 2021, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ dự kiến đạt 736 tỷ đồng (+36,9% yoy). Mức giá hiện tại của PVT khá hấp dẫn khi xét đến vị thế của doanh nghiệp trên thị trường nội địa, kì vọng hồi phục về KQKD trong năm 2021 cũng như triển vọng tăng trưởng tích cực về dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PVT với mục tiêu đầu tư trong trung và dài hạn là **18.246 VND/ cổ phiếu**

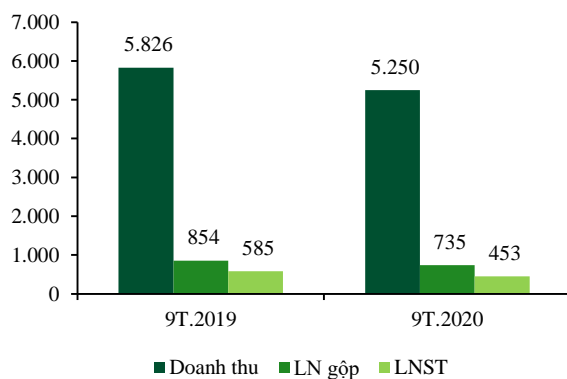
Chỉ tiêu tài chính	2018	2019	2020F	2021F
DTT (tỷ đồng)	7.523	7.758	7.012	8.423
+/- yoy (%)	22,37%	3,13%	-9,62%	20,12%
LN công ty mẹ (tỷ đồng)	652	690	537	736
+/- yoy (%)	44,87%	5,75%	-22,08%	36,90%
VCSH (tỷ đồng)	5.140	5.691	5.947	6.401
TS LN gộp (%)	14,40%	15,35%	14,29%	16,60%
TS LN CT mẹ (%)	8,67%	8,89%	7,66%	8,73%
ROA – TTM (%)	7,65%	7,46%	6,20%	6,90%
ROE – TTM (%)	15,18%	14,42%	10,76%	13,70%
EPS - TTM (đồng)	2.183	2.320	1.909	2.614

## CẬP NHẬT KQKD 9T.2020

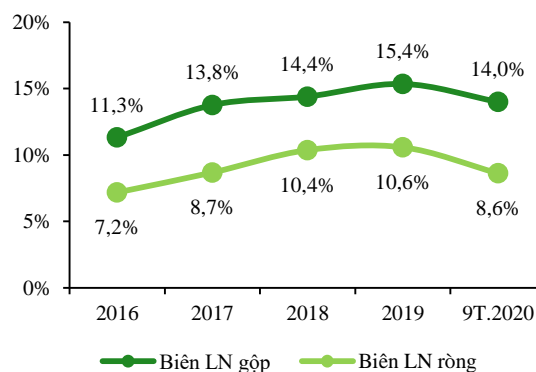
Hoạt động bảo dưỡng định kỳ của nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất và nhu cầu nhiên liệu trong nước sụt giảm do tác động của Covid-19 đã đặt áp lực lên doanh thu vận tải của PVT trong 09 tháng đầu năm 2020, đặc biệt là mảng vận tải dầu thô. Đồng thời, doanh thu từ dịch vụ hàng hải dầu khí và hoạt động thương mại sụt giảm so với cùng kỳ do việc điều chỉnh giảm giá cước dịch vụ kho nổi (FSO/FPSO) theo diễn biến giá dầu và chính sách hạn chế mảng hoạt động thương mại để giảm thiểu rủi ro trong giai đoạn thị trường không thuận lợi. Do vậy, **doanh thu 9T.2020 của PVT đạt 5.250 tỷ đồng, sụt giảm 9,9% so với cùng kỳ.**

**Lợi nhuận sau thuế 9T.2020 đạt 452,7 tỷ đồng (-22,7% yoy). Biên lợi nhuận chịu áp lực sụt giảm so với cùng kỳ** do tác động của các yếu tố: (1) Đặc điểm chi phí cố định chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu chi phí; (2) Hiệu quả hoạt động mảng vận tải dầu thô bị ảnh hưởng bởi sự suy giảm nhu cầu tại các nhà máy lọc hóa dầu và giá cước thuê tàu VLCC (tàu có trọng tải rất lớn dùng để chở dầu thô trên những tuyến đường xa) tăng mạnh trong kỳ; và (3) Chi phí quản lý tăng so với cùng kỳ do sự mở rộng mạnh quy mô đội tàu trong năm 2019.

**Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của PVT (đv: tỷ đồng)**



**Hình 2: Xu hướng biên lợi nhuận của PVT**



*Nguồn: PVT, VCBS tổng hợp*

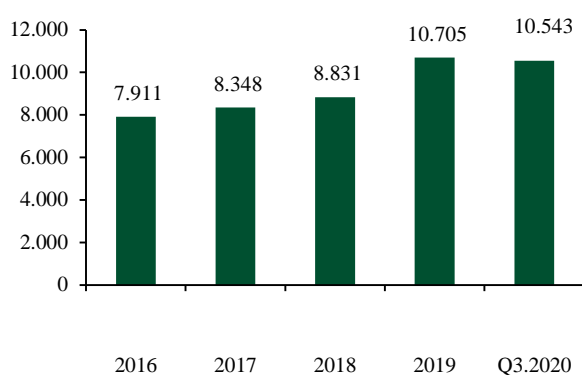
## SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

**Giá trị tài sản cố định hữu hình tăng trưởng nhanh chóng trong 03 năm gần đây** do hoạt động đầu tư, mua sắm hàng loạt tàu mới nhằm thay thế, trẻ hóa đội tàu và gia tăng quy mô hoạt động để đáp ứng nhu cầu gia tăng từ nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn và mở rộng hoạt động khai thác trên thị trường quốc tế. Trong 03 quý đầu năm 2020, hoạt động đầu tư tàu mới đã được hoãn lại do tình hình thị trường chưa thuận lợi và giá các tàu hàng lông tăng mạnh so với cùng kỳ.

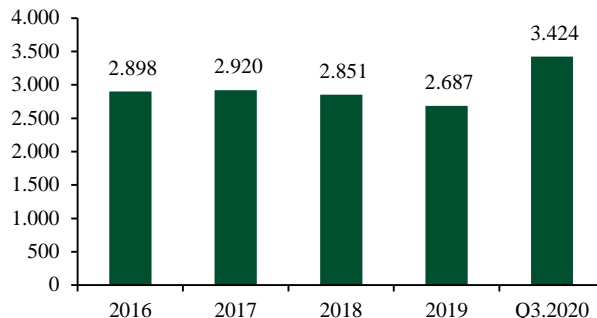
**Mặc dù dư nợ vay tài chính trong xu hướng gia tăng để phục vụ nhu cầu đầu tư tàu mới, PVT vẫn duy trì sức khỏe tài chính lành mạnh** với tỷ lệ nợ vay / tổng tài sản tính đến hết Q3.2020 là 0,26 lần. Hiện doanh nghiệp đang sở hữu hơn 3.400 tỷ đồng tiền mặt, tiền gửi ngân hàng và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh duy trì khoảng 700 – 1.000 tỷ đồng mỗi năm nhờ mô hình kinh doanh không bị chiếm dụng vốn và chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dồi dào đã giúp doanh nghiệp duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt tích cực qua các năm, tích lũy được nguồn tài chính lớn và không phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vay thương mại trong quá trình

đầu tư đội tàu.

**Hình 3: Nguyên giá tài sản cố định hữu hình của PVT (đv: tỷ đồng)**



**Hình 4: Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng của PVT (đv: tỷ đồng)**



*Nguồn: PVT, VCBS tổng hợp*

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

### Nhu cầu vận chuyển dầu thô dự kiến hồi phục tích cực từ Q4.2020

Hoạt động vận tải dầu thô là mảng đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu vận tải của PVT và đồng thời cũng sở hữu biên lợi nhuận gộp cao nhất trong các mảng vận tải hàng lỏng của doanh nghiệp qua các năm. Tuy vậy, trong năm 2020 hoạt động vận tải dầu thô của PVT chịu áp lực suy giảm từ các yếu tố:

- Nhu cầu từ nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn ở mức thấp, đặc biệt trong nửa đầu năm khi các nhà máy duy trì hiệu suất hoạt động không cao do: (1) Tình hình tiêu thụ thành phẩm bị ảnh hưởng từ sự chững lại trong hoạt động sản xuất và lệnh hạn chế đi lại khiến sụt giảm nhu cầu nhiên liệu; (2) Tồn kho ở mức cao và các bể chứa dầu của nhà máy duy trì trạng thái bị lấp đầy.
- Từ cuối năm 2019, BSR (quản lý nhà máy lọc dầu Dung Quất) tăng cường mua dầu thô nhập khẩu nhằm đa dạng hóa nguồn đầu vào, hưởng lợi từ thuế nhập khẩu dầu thô về 0% và bù đắp sự sụt giảm sản lượng khai thác tại mỏ Bạch Hổ. Do vậy hiện PVT chỉ còn sử dụng 02 tàu Aframax trên tuyến vận chuyển dầu thô từ mỏ nội địa đến nhà máy Dung Quất, 01 tàu được chuyển sang khai thác trên thị trường quốc tế.
- Nhà máy Dung Quất ngừng sản xuất 51 ngày để thực hiện bảo dưỡng định kỳ.

Tuy vậy trong Q4.2020, chúng tôi cho rằng sản lượng vận tải dầu thô có thể chứng kiến xu hướng hồi phục tích cực nhờ: (1) Hoạt động sản xuất và nhu cầu đi lại tại Việt Nam được khôi phục; (2) Nhà máy Dung Quất kết thúc giai đoạn bảo dưỡng và hoạt động ổn định trở lại; (3) Tình trạng đầy bể chứa tại nhà máy lọc dầu được cải thiện; (4) Dung Quất và Nghi Sơn tăng cường mua tích trữ dầu thô vào cuối năm để đáp ứng nhu cầu sản xuất năm 2021 và tận dụng thời điểm giá dầu vẫn ở mức thấp.

Trong 1-2 năm tới, mảng vận tải dầu thô của PVT sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu ổn định của nhà máy Dung Quất sau giai đoạn bảo dưỡng. Nếu tình hình chiến sự tại Azerbaijan – thị trường nhập khẩu dầu

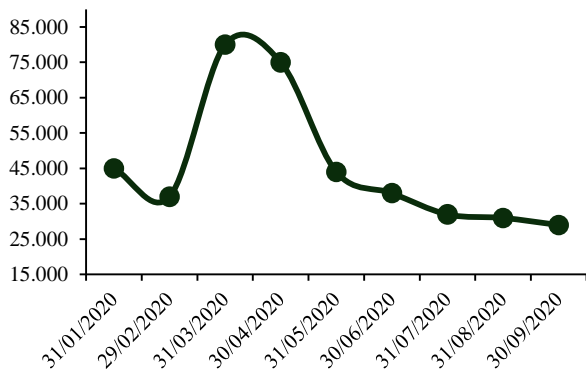
thô quan trọng nhất của BSR, tiếp tục leo thang và ảnh hưởng đến hoạt động xuất khẩu dầu mỏ tại quốc gia này, BSR có thể phải tăng cường sử dụng các nguồn dầu nội địa và đem lại động lực nhất định cho PVT. Tuy vậy về dài hạn BSR sẽ duy trì mức tỷ lệ sử dụng dầu nội địa ở khoảng 51%. Trong khi đó, nhu cầu dầu thô của nhà máy Nghi Sơn sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng cho mảng vận tải dầu thô trong các năm tới khi nhà máy vận hành ở 100% công suất thiết kế và PVT dự kiến sẽ sớm kí kết hợp đồng vận chuyển dài hạn đáp ứng 25% nhu cầu dầu thô của Nghi Sơn từ Kuwait.

### Giá tàu VLCC đã quay về mức thấp

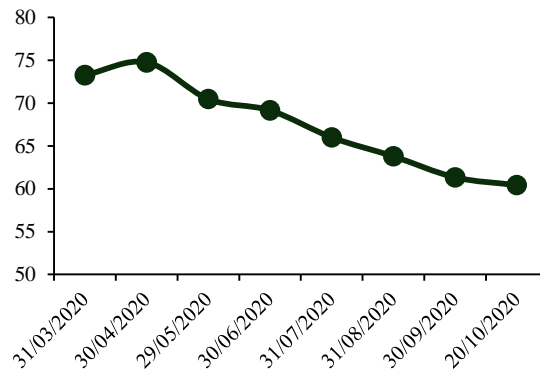
Trong giai đoạn giá dầu giao ngay (spot) giảm mạnh và thấp hơn giá trên hợp đồng tương lai vào nửa đầu năm 2020, nhiều tàu VLCC trên thế giới đã được sử dụng như những kho chứa dầu trên biển nhằm mục đích đầu cơ (giữa giá giao ngay và giá hợp đồng tương lai), tích trữ dầu thô phục vụ sản xuất trong giai đoạn giá dầu thấp và để giải quyết tình trạng đầy kho chứa dầu trên cạn. Do vậy, giá cước thuê tàu VLCC cũng như giá bán tàu đã tăng đột biến trong giai đoạn trên. Với việc vẫn phải sử dụng tàu VLCC của SK Shipping để vận tải dầu thô đầu vào cho nhà máy Nghi Sơn, giá cước thuê tàu tăng cao đã ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động mảng vận tải dầu thô của PVT và kế hoạch mua tàu VLCC của doanh nghiệp.

Tuy vậy sau giai đoạn trên, giá cước thuê theo ngày và giá bán tàu VLCC đã dần quay trở về mức thấp. Điều này dự kiến giúp biên lợi nhuận mảng vận tải dầu thô được cải thiện vào các tháng cuối năm và đồng thời tạo môi trường thuận lợi cho PVT tiếp tục triển khai dự định mua mới 01 tàu VLCC chạy tuyến Kuwait – Nghi Sơn khi hợp đồng vận tải dài hạn với nhà máy được kí kết.

**Hình 5: Giá thuê tàu VLCC 300.000 DWT (đv: USD / ngày)**



**Hình 6: Chỉ số giá tàu VLCC 5 tuổi**



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

### Vận tải dầu thành phẩm và LPG: điểm sáng tăng trưởng

Chúng tôi cho rằng trong vài năm tới, mảng vận tải dầu thành phẩm và LPG là động lực quan trọng nhất cho tăng trưởng của PVT nhờ các yếu tố chính:

- Nhà máy lọc dầu Dung Quất, Nghi Sơn và nhà máy GPP Cà Mau khôi phục sản xuất từ năm 2021 cùng với nhu cầu tiêu thụ xăng dầu và LPG liên tục tăng trưởng trong các năm tạo động lực thúc đẩy đến hoạt động vận tải của PVT.
- Với vị thế là đơn vị đảm nhận vận tải sản phẩm đầu ra cho BSR, PVT vẫn tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu vận tải sản phẩm đầu ra cho nhà máy Dung Quất ngay khi mảng vận tải dầu thô

phải chia sẻ bớt thị phần khi nhà máy tăng cường sử dụng dầu nhập khẩu.

- Trong khi hoạt động vận tải dầu thô đầu vào cho Nghi Sơn được thực hiện qua hình thức đấu thầu trên thị trường quốc tế và PVT dự kiến sẽ chỉ giành được quyền vận tải 25% nhu cầu dầu thô cho nhà máy này, công ty sở hữu lợi thế tuyệt đối trên thị trường vận tải hàng lỏng nội địa bằng đường biển nhờ quy mô đội tàu lớn, quan hệ hợp tác lâu năm với các khách hàng lớn và sự hỗ trợ từ PVN (công ty mẹ). Hiện tại doanh nghiệp đang nắm 100% thị phần vận tải LPG, 30% thị phần vận tải dầu sản phẩm cả nước. Do vậy mảng vận tải sản phẩm đầu ra của PVT sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ sự tăng trưởng sản lượng của nhà máy Nghi Sơn trong các năm tiếp theo.

### **Động lực tăng trưởng từ mở rộng quy mô đội tàu**

Chúng tôi cho rằng sau giai đoạn chững lại tiến độ đầu tư trong năm 2020 do giá tàu bị đẩy lên cao và tình hình thị trường chưa thuận lợi, hoạt động đầu tư tàu mới sẽ được đẩy mạnh trở lại từ năm 2021. Trong đây một dự án quan trọng – đầu tư mới 01 tàu VLCC, dự kiến sẽ được triển khai ngay trong năm 2021 nhằm đáp ứng nhu cầu vận tải cho nhà máy Nghi Sơn.

Ngoài việc đáp ứng nhu cầu gia tăng của hoạt động vận tải, quá trình đầu tư trên giúp cải thiện độ tuổi, hiệu quả hoạt động của đội tàu, giúp giảm thiểu chi phí nhờ lợi thế theo quy mô. Do vậy, biên lợi nhuận của doanh nghiệp dự kiến sẽ được cải thiện và là một động lực quan trọng cho kết quả kinh doanh trong các năm tới.

## **RỦI RO**

### **Không thỏa thuận được hợp đồng vận tải dầu thô cho Nghi Sơn**

Việc kí kết hợp đồng chính thức cho hoạt động vận tải dầu thô dài hạn cho nhà máy Nghi Sơn có ý nghĩa quan trọng đến hoạt động vận tải dầu thô và kế hoạch đầu tư của doanh nghiệp. Do vậy trong trường hợp quá trình đàm phán, thỏa thuận tiếp tục kéo dài hoặc phát sinh vấn đề sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến triển vọng kinh doanh của PVT trong các năm tới.

### **Áp lực cạnh tranh trên thị trường quốc tế**

Thị trường vận tải hàng lỏng trên thế giới nhìn chung vẫn chịu áp lực thừa cung, đặc biệt khi nhu cầu dầu mỏ thế giới vẫn chịu ảnh hưởng tiêu cực trong vài năm tới do hoạt động sản xuất chưa hoàn toàn khôi phục và các nguồn năng lượng tái tạo được phổ biến hơn với chi phí được giảm thiểu. Với kế hoạch gia tăng hoạt động trên thị trường quốc tế, PVT sẽ phải đối mặt nhiều hơn với áp lực cạnh tranh trên thị trường này.

## **DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ**

### **Dự phóng**

Với giả định hoạt động sản xuất tại các nhà máy Dung Quất, Nghi Sơn và GPP Cà Mau được khôi phục tích cực trong Q4, **VCBS dự phóng doanh thu năm 2020 của PVT đạt 7.012 tỷ đồng (-9,6% yoy), lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 537 tỷ đồng (-22,1% yoy), EPS 2020 đạt 1.909 VNĐ.**

Năm 2021, VCBS dự phóng **doanh thu đạt 8.423 tỷ đồng (+20,1% yoy). Lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 736 tỷ đồng (+36,9% yoy), tương ứng với EPS đạt 2.614 VNĐ.**

## Định giá

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu PVT dựa trên phương pháp định giá tương đối P/B và chiết khấu dòng tiền FCFF. Đối với phương pháp P/B, chúng tôi sử dụng mức P/B trung vị được giao dịch trong các năm trước của PVT và đưa ra kết quả định giá là **16.246 VNĐ/ cổ phiếu**.

**Bảng 1: Định giá cổ phiếu PVT theo phương pháp P/B**

	P/B
2020 TTM	0,73
2019	1,20
2018	1,34
2017	1,11
2016	0,94
2015	0,94
2014	1,25
2013	0,59
2012	0,44
2011	0,60
2010	1,61
<b>Trung vị</b>	<b>0,94</b>
BVPS TB 2020 - 2021 (VNĐ)	17.283
<b>Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>16.246</b>

Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng mức lãi suất chiết khấu WACC 11,60% và đưa ra mức định giá hợp lý là **20.246 VNĐ**.

**Bảng 2: Định giá cổ phiếu PVT theo phương pháp FCFF**

tỷ VNĐ	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
FCFF	1.587	-1.021	117	2.130	922
Chiết khấu	1.572	-918	97	1.594	633
Giá trị vĩnh viễn	6.555				
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>9.533</b>				
Nợ vay ròng	2.225				
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1.609				
Giá trị vốn chủ sở hữu	5.698				
<b>Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>20.246</b>				

Kết hợp 2 phương pháp theo tỷ trọng 50:50, chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý của cổ phiếu PVT là **18.246 VND/ cổ phiếu**.

**Bảng 3: Kết hợp 02 phương pháp định giá**

Phương pháp	Giá (VND/CP)	Tỷ trọng
P/B	<b>16.246</b>	50%
FCFF	<b>20.246</b>	50%
<b>Giá hợp lý</b>	<b>18.246</b>	

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong năm 2020, hoạt động kinh doanh của PVT đặc biệt là mảng vận tải dầu thô bị ảnh hưởng nhất định do quá trình bảo dưỡng định kỳ của nhà máy Dung Quất, xu hướng sử dụng dầu thô nhập khẩu và hoạt động sản xuất tại các nhà máy hóa dầu suy giảm do tác động của Covid-19. Tuy vậy từ Q4.2020, chúng tôi cho rằng sản lượng vận chuyển cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ được cải thiện tích cực khi các nhà máy quay trở lại hoạt động ổn định. Về dài hạn PVT duy trì triển vọng tăng trưởng tích cực cùng với xu thế tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ nhiên liệu tại Việt Nam, lợi thế cạnh tranh vững mạnh và các kế hoạch mở rộng quy mô hoạt động.

VCBS cho rằng mức giá hiện tại của PVT khá hấp dẫn khi xét đến vị thế của doanh nghiệp trên thị trường nội địa, kỳ vọng hồi phục về KQKD trong năm 2021 cũng như triển vọng tăng trưởng tích cực về dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PVT với mục tiêu đầu tư trong trung và dài hạn là **18.246 VND/ cổ phiếu**.

<b>Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>6.148</b>	<b>7.523</b>	<b>7.758</b>	<b>7.012</b>	<b>8.423</b>
Giá vốn hàng bán	5.302	6.440	6.567	6.010	7.025
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>846</b>	<b>1.083</b>	<b>1.191</b>	<b>1.002</b>	<b>1.398</b>
Chi phí bán hàng	10	10	14	9	11
Chi phí quản lý doanh nghiệp	233	271	249	260	274
<b>EBIT</b>	<b>603</b>	<b>802</b>	<b>928</b>	<b>733</b>	<b>1.113</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>671</b>	<b>975</b>	<b>1.016</b>	<b>800</b>	<b>1.096</b>
Chi phí thuế	137	195	195	160	219
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>534</b>	<b>780</b>	<b>821</b>	<b>640</b>	<b>877</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	84	128	131	102	141
<b>Lợi nhuận công ty mẹ</b>	<b>450</b>	<b>652</b>	<b>690</b>	<b>537</b>	<b>736</b>
EPS (VND)	1.436	2.183	2.320	1.909	2.614

<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Tiền và tương đương tiền	1.959	1.278	1.208	1.330	1.581
Đầu tư ngắn hạn	961	1.572	1.479	1.479	1.479
Phải thu khách hàng	607	856	716	711	854
Hàng tồn kho	95	151	127	127	149
Tài sản ngắn hạn khác	272	391	311	281	337
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.895</b>	<b>4.249</b>	<b>3.841</b>	<b>3.928</b>	<b>4.399</b>
Tài sản cố định	4.964	5.625	6.780	6.014	7.941
Đầu tư dài hạn	46	48	46	46	46
Tài sản dài hạn khác	298	280	331	331	331
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>5.308</b>	<b>5.953</b>	<b>7.157</b>	<b>6.391</b>	<b>8.318</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>9.204</b>	<b>10.202</b>	<b>10.997</b>	<b>10.319</b>	<b>12.718</b>
Phải trả người bán ngắn hạn	682	775	603	631	737
Vay ngắn hạn	537	663	1.015	242	248
Nợ ngắn hạn khác	754	966	905	905	905
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.973</b>	<b>2.405</b>	<b>2.523</b>	<b>1.778</b>	<b>1.890</b>
Vay dài hạn	2.153	2.325	2.419	2.236	4.068
Nợ dài hạn khác	416	333	365	365	365
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>2.569</b>	<b>2.658</b>	<b>2.784</b>	<b>2.601</b>	<b>4.433</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>4.542</b>	<b>5.063</b>	<b>5.306</b>	<b>4.378</b>	<b>6.323</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.662</b>	<b>5.140</b>	<b>5.691</b>	<b>5.947</b>	<b>6.401</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>9.204</b>	<b>10.202</b>	<b>10.997</b>	<b>10.325</b>	<b>12.724</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Dòng tiền từ HĐ kinh doanh	926	1.100	1.356	1.444	1.665
Dòng tiền từ HĐ đầu tư	200	-1832	-1700	-84	-2971
Dòng tiền từ HĐ tài chính	-505	51	274	-1237	1556
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kì</b>	<b>621</b>	<b>-681</b>	<b>-70</b>	<b>123</b>	<b>250</b>
Tiền cuối kì	<b>1.959</b>	<b>1.278</b>	<b>1.208</b>	<b>1.330</b>	<b>1.581</b>



## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng  
Phân tích và Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Mạc Đình Tuấn**  
Trưởng Bộ phận  
Phân tích Doanh nghiệp  
mdtuan@vcbs.com.vn

**Phạm Hồng Quân**  
Chuyên viên  
Phân tích  
phquan@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
<b>Chi nhánh Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630