



**Tổng công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí Việt Nam**

**Ngành:** Tài chính - ngân hàng

**Lĩnh vực hoạt động:** Tài chính

**Mã chứng khoán:** PVF

**Khuyến nghị đầu tư:** Theo dõi thị trường

**Giá mục tiêu:** 31,700 VND

**Giá hiện tại:** 29,600 VND

EPS trailing : 392 VND

P/E: 73.72

Bêta: 1.17

BVS(2009): 13,410 VND

P/B: 2.15

**Thông tin cơ bản về công ty**

**Thông tin cơ bản về doanh nghiệp**

<b>Tên công ty:</b>	<b>Công ty Tài chính cổ phần Dầu khí Việt Nam</b>
<b>Tên viết tắt:</b>	<b>PVFC</b>
<b>Tên quốc tế:</b>	<b>PetroVietnam Finance Corporation</b>
<b>Trụ sở chính:</b>	<b>22 Ngô Quyền - Hoàn Kiếm - Hà Nội</b>
<b>Điện thoại:</b>	<b>+84-4 3942 6800</b>
<b>Fax:</b>	<b>+84-4 3942 6796</b>
<b>Website</b>	<b><a href="http://www.pvfc.com.vn">www.pvfc.com.vn</a></b>

**Lĩnh vực hoạt động chính**

- Huy động vốn và thu xếp vốn cho các dự án thuộc tập đoàn Dầu khí quốc gia Việt Nam (PVN)

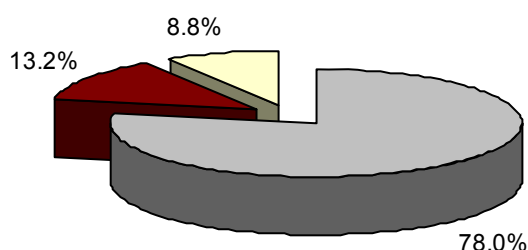
- Hoạt động đầu tư tài chính

**Chỉ tiêu tài chính**

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2008*	9T2009
Thu nhập lãi thuần	Tỷ VND	587.64	52.69
Lợi nhuận thuần HĐKD	Tỷ VND	482.85	1,331.62
LNST	Tỷ VND	49.87	601.32
Tổng tài sản	Tỷ VND	45,104.10	59,249.17
Tổng vốn huy động	Tỷ VND	31,435.60	43,526.22
ROE	%	0.82	9.02
ROA	%	0.11	1.01
EPS	VND	100	1,203
Giá trị sổ sách	VND	12,210	13,410

(\*) Áp dụng cho kỳ hoạt động từ 18/03/2008 - 31/12/2008

**Cơ cấu cổ đông tại ngày 02/12/2009**



□ Sở hữu nhà nước ■ Sở hữu nước ngoài □ Sở hữu khác

**Định giá cổ phiếu**

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
<b>Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)</b>		
DCF	37,700 VND	40%
<b>Phương pháp hệ số tương đối</b>		
P/E	20,400 VND	30%
P/BV	35,000 VND	30%

**Tin tức liên quan**

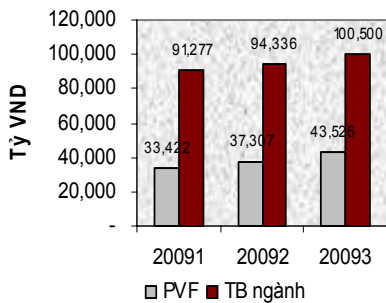
Ngày	Tin tức	Nguồn
24/11/2009	<a href="#">PVF: 808 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế 10 tháng đầu năm</a>	<a href="http://www.cafef.vn">www.cafef.vn</a>
20/11/2009	<a href="#">Hợp đồng hợp tác kinh doanh và góp vốn đầu tư giàn khoan</a>	<a href="http://www.pvfc.com.vn">www.pvfc.com.vn</a>
17/11/2009	<a href="#">PVFC ủy thác đầu tư vào công ty cổ phần năng lượng Sông Hồng</a>	<a href="http://www.pvfc.com.vn">www.pvfc.com.vn</a>
04/11/2009	<a href="#">PVFC và CUB ký kết hợp đồng ủy thác cho vay dự án nhà máy xơ sợi Polyester Đình Vũ</a>	<a href="http://www.pvfc.com.vn">www.pvfc.com.vn</a>
07/09/2009	<a href="#">PVF: Đầu mỗi thu xếp gần 1000 tỷ xây nhà máy Bio - Ethanol Dung Quất</a>	<a href="http://www.tvsi.com.vn">www.tvsi.com.vn</a>

Đơn vị: Tỷ đồng

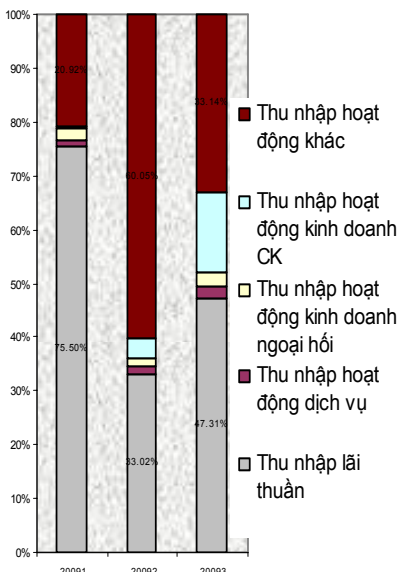
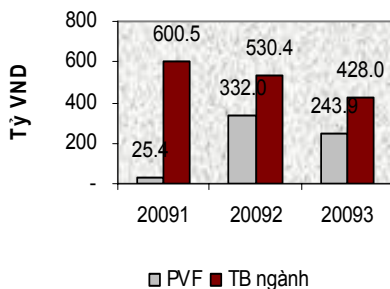
	Vị thế của Công ty trong ngành						
	PVF	ACB	STB	SHB	CTG	EIB	VCB
Tổng TS	59,249 (*)	169,513	98,243	21,156	226,570	62,867	225,093
Tổng vốn huy động	43,526	127,731	86,183	18,372	182,359	48,297	197,031
Thu nhập lãi thuần	16.11	641.75	523.14	-	2,008.19	472.95	1,808.34
Lợi nhuận sau thuế	243.90	496.47	409.06	62.44	450.87	266.30	1,066.99
Giá trị sổ sách (tại 30/09/09) (VNĐ)	13,410	12,790	12,760	12,160	14,550	15,830	12,500
Trailing EPS Cơ bản (VNĐ)	392	3,316	2,155	-	-	-	2,718
P/E cơ bản (giá tại 03/12)	75.5	11.2	11.7	-	-	-	17.3

Số liệu tại cuối quý 3/2009

Tăng trưởng vốn huy động



Tăng trưởng LNST



Là công ty tài chính duy nhất niêm yết trên sàn, **PVF có được lợi thế rất lớn trong thu xếp vốn cho các dự án thuộc tập đoàn Dầu khí quốc gia Việt Nam**. So với trung bình ngành, **PVF thuộc doanh nghiệp có quy mô nhỏ xét cả về tổng tài sản và tổng vốn huy động** (chỉ lớn hơn SHB trong số các cổ phiếu ngân hàng — tài chính trên thị trường giao dịch tập trung). Với những hạn chế của công ty tài chính trong huy động vốn từ dân cư và các tổ chức kinh tế, nguồn vốn huy động của PVF thấp hơn nhiều so với trung bình ngành tuy nhiên đang có sự gia tăng mạnh mẽ.

Lợi nhuận của PVF cũng ở mức rất thấp so với trung bình ngành, do đó lợi ích mà mỗi cổ phiếu PVF mang lại cho cổ đông là không lớn. EPS trailing của PVF ở mức rất thấp so với các doanh nghiệp trong ngành do bị ảnh hưởng nhiều bởi khủng hoảng kinh tế cuối năm 2008 (quý IV/2008 PVF lỗ 405 tỷ). 9 tháng đầu năm 2009, EPS đạt 1,203 VNĐ và do đó kỳ vọng thu nhập mà mỗi cổ phiếu PVF mang lại cho nhà đầu tư sẽ ngày càng lớn hơn.

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Với kết quả kinh doanh ấn tượng trong quý II, quý III khi con số doanh thu và lợi nhuận vượt xa so với kế hoạch, PVF đã nâng kế hoạch cho năm 2009 lên mức 5,000 tỷ đồng doanh thu và 1,000 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. 10 tháng đầu năm, PVF đã đạt 4,439 tỷ đồng doanh thu và 808 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Như vậy, đích đến con số kế hoạch cả năm sẽ là rất gần. **So với quý II, quý III hoạt động tín dụng đã có sự tăng trưởng mạnh và chiếm tỷ trọng lớn hơn trong tổng doanh thu của PVF (44.13%) trong đó tỷ lệ cho vay trong ngành dầu khí chiếm trên 50% tổng dư nợ**. Nhưng nếu xét về con số thu nhập ròng thì thu nhập từ hoạt động khác chiếm tỷ trọng lớn nhất trong đó vẫn phần lớn là khoản hoàn nhập dự phòng đầu tư. PVF đã trích lập dự phòng năm 2008 với tổng giá trị lên tới 1,604 tỷ đồng, trong đó trích lập dự phòng đầu tư là 1,125 tỷ đồng và dự phòng rủi ro tín dụng là 479 tỷ đồng và khoản trích lập dự phòng trong năm 2009, **9 tháng đầu năm, với những diễn biến có phần thuận lợi, PVF đã hoàn nhập dự phòng đầu tư lên tới 1,182.65 tỷ đồng, chiếm đến 29.32% tổng doanh thu và tổng hợp lại thu nhập khác chiếm đến 42.68% tổng doanh thu**.

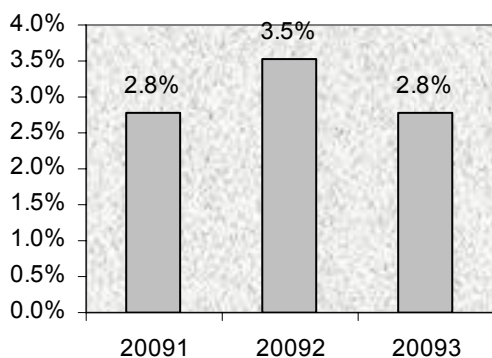
Cũng trong quý III, PVF đã đăng ký bán rất nhiều cổ phiếu trong danh mục nhằm tái cơ cấu danh mục đầu tư đã mang lại thu nhập đáng kể cho hoạt động kinh doanh chứng khoán và trái với quý I, II, quý III hoạt động này đã có lãi (95 tỷ). Hoạt động kinh doanh ngoại hối cũng có được sự tăng trưởng mạnh mẽ. Hoạt động dịch vụ tuy có sự tăng trưởng (phí bảo lãnh, ủy thác đầu tư), tổng kết 9 tháng đầu năm đạt trên 65 tỷ, và kế hoạch cả năm là 107 tỷ, với các hoạt động tư vấn được tập trung trong thời gian tới dự kiến PVF sẽ hoàn thành kế hoạch đề ra.

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu tài chính cơ bản (*)		
Khả năng thanh toán	PVF	STB
Dư nợ tín dụng/ Tổng vốn huy động	52.67%	65.46%
VCSH/Tổng vốn huy động	15.41%	9.92%
Khả năng sinh lời		
ROA	1.01%	1.21%
ROE	9.02%	12.72%
NIM	0.15%	2.43%
Thu lãi/ LNST	8.76%	146.68%
Thu từ hoạt động dịch vụ/LNST	9.32%	57.08%
Thu nhập ngoài lãi/ Tổng thu nhập	47.66%	19.76%
Chất lượng tài sản		
NPLs/Dư nợ	2.80%	0.66%
Dự phòng / Dư nợ	2.44%	0.34%
Dự phòng / NPLs	0.09%	50.96%
Chỉ tiêu cơ cấu		
VCSH/ Tổng tài sản	11.25%	9.51%
Chứng khoán kinh doanh/ Tổng VCSH	2.86%	4.44%
Chứng khoán đầu tư/ Tổng VCSH	23.23%	103.92%
Tài sản đầu tư/ Tổng tài sản	64.14%	83.55%
Chi phí hoạt động/ Tổng chi phí	13.86%	24.00%

(\*): Số liệu 9 tháng 2009

### Biến động nợ xấu



Một số hợp đồng hợp tác mới ký kết	
Đối tác	Lĩnh vực
PSI	Cung cấp dịch vụ tài chính - chứng khoán
TISCO	Hợp tác toàn diện và hợp đồng tín dụng ngắn hạn
PVN - PVD - OceanBank	Kinh doanh và góp vốn đầu tư gián khoản
Ngân hàng Cathay United	Ủy thác cho vay dự án Nhà máy xơ sợi Polyester Đình Vũ

Do không có được số liệu 9 tháng đầu năm của doanh nghiệp cùng ngành trên OTC (SDF) nên chúng tôi chỉ cập nhật và so sánh với ngân hàng có quy mô tương đương trên sàn. Các so sánh và đánh giá vẫn được giữ nguyên như báo cáo trước của chúng tôi, **so với công ty tài chính cùng ngành có quy mô nhỏ hơn thì PVF hoạt động kém hơn hẳn không chỉ năm 2008 mà cả 6 tháng đầu năm 2009.**

### Khả năng thanh toán

Nếu so sánh với STB - ngân hàng có quy mô tương đương, khả năng thanh toán của PVF cao hơn mặc dù vậy điều này cũng thể hiện điểm yếu trong hoạt động tín dụng của PVF bởi khả năng cung ứng vốn cho nền kinh tế là không cao, bình quân PVF cho vay khoảng một nửa số vốn huy động được còn lại để thực hiện một số hoạt động đầu tư khác. Với tỷ lệ VCSH/ Tổng vốn huy động lớn hơn STB thể hiện khả năng thanh toán với các khoản nợ đến hạn tốt hơn. Như đã phân tích trong báo cáo trước, do là công ty tài chính nên PVF có những hạn chế nhất định trong huy động vốn từ dân cư và các tổ chức kinh tế, tuy vậy với tư cách làm trung gian thu xếp vốn cho các dự án trong tập đoàn và có được sự hậu thuẫn vững chắc của PVN, PVF có lợi thế trong việc thu hút các nguồn vốn ủy thác. 9 tháng đầu năm, tổng vốn tài trợ ủy thác đầu tư, cho vay các tổ chức tín dụng chịu rủi ro chiếm đến 57.04% tổng vốn huy động trong khi tỷ lệ này ở STB chỉ là 1.87%.

### Khả năng sinh lời

Có thể nhận thấy khả năng sinh lời của PVF thấp hơn nhiều so với STB cả ở những chỉ tiêu cơ bản và chỉ tiêu riêng đối với doanh nghiệp tài chính - ngân hàng. Khả năng sinh lời vốn chủ cũng như tổng tài sản của PVF không những thấp hơn STB mà còn ở mức rất thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành. **Với tổng tài sản sinh lãi thấp và thu nhập từ lãi cũng không cao do đó mà tỷ lệ lãi biên thuần (NIM) của PVF rất thấp**, hoạt động tín dụng không thực sự hiệu quả điều đó dẫn tới tỷ lệ thu nhập lãi thuần/lợi nhuận sau thuế ở mức rất thấp và thấp hơn nhiều so với STB.

Không thực sự mạnh trong hoạt động tín dụng nhưng hoạt động khác lại khá hiệu quả thể hiện ở khoản trích lập dự phòng rủi ro trong hoạt động đầu tư đã liên tục được hoàn nhập và đóng góp lớn vào doanh thu của PVF. Về phía mình PVF cũng khẳng định, quý IV sẽ có những bất ngờ khi doanh thu hoạt động khác sẽ không chỉ chủ yếu đến từ các khoản hoàn nhập dự phòng.

Hoạt động dịch vụ tuy có sự tăng trưởng mạnh mẽ nhưng so với ngân hàng thì có phần chưa đa dạng bằng, chủ yếu là hoạt động thanh toán, ủy thác, đại lý, tư vấn do đó thu nhập từ hoạt động này chiếm trong lợi nhuận sau thuế là thấp hơn nhiều so với các ngân hàng thương mại.

### Chất lượng tài sản

**So với các ngân hàng thương mại, tỷ lệ nợ xấu (nhóm 3-5) trên tổng dư nợ của PVF ở mức rất cao.** Tỷ lệ này có xu hướng tăng mạnh từ quý I đến quý II, sang quý III tỷ lệ nợ xấu đã giảm đi tuy nhiên vẫn ở mức cao. Nợ xấu cao đi kèm với đó là chi phí dự phòng cao. Tuy nhiên, tỷ lệ chi phí dự phòng rủi ro tín dụng / tổng nợ xấu (nhóm 3-5) lại ở mức rất thấp so với STB một phần do tỷ lệ nợ xấu cao và áp lực trích lập dự phòng thấp hơn.

### Các chỉ tiêu cơ cấu

So với các NHTM thì VCSH của PVF chiếm tỷ lệ lớn hơn trong tổng nguồn vốn. Hoạt động dịch vụ không thực sự đa dạng như các NHTM do đó các chi phí liên quan đến dịch vụ như chi phí quản lý, chi phí đổi mới công nghệ,... hay nói chung là chi phí hoạt động thường chiếm tỷ trọng nhỏ hơn trong tổng chi phí.

## Định giá cổ phiếu

	ACB	STB	VCB
Giá thị trường (*000 VND)	37.0	25.3	47.0
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	28,913.3	16,952.5	56,874.0
Tỷ trọng giá trị vốn hóa (%)	28.14	16.50	55.36

### Phương pháp P/E

EPS trailing	3,316	2,155	2,718
P/E	11.15	11.74	17.29
P/E thành phần	3.14	1.94	9.57

### Phương pháp P/B

BV	12,790	12,760	12,500
P/BV	2.89	1.98	3.76
P/BV thành phần	0.81	0.33	2.08

Nguồn: TVSI tổng hợp

### Phương pháp DCF (Excess Return Model)

Vốn chủ sở hữu (cuối năm 2009) (tỷ VND)	7,100
Giá trị vượt trội quy về cuối năm 2009 (tỷ VND)	11,749
Tổng giá trị VCSH (Tỷ VND)	18,849

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu theo hai phương pháp: phương pháp so sánh ngang sử dụng các hệ số nhân (P/E, P/BV) và phương pháp chiết khấu dòng tiền (Excess Return Model).

### Phương pháp so sánh ngang

Với hệ số P/E: P/E trung bình của ngành tại ngày 03/12 là 14.65. Tiến hành hiệu chỉnh với những đặc điểm hoạt động của PVF, chúng tôi dự kiến P/E của PVF ở mức 12.x. Dự báo EPS cho năm 2009 ở mức 1,700 VND do đó mỗi cổ phiếu PVF được định giá ở mức 20,400 VND.

Với hệ số P/BV: P/BV trung bình ngành tại ngày 03/12 là 3.22. Tiến hành điều chỉnh với các đặc thù hoạt động của PVF, chúng tôi dự kiến P/B của PVF ở mức 2.5. Với BV cuối năm 2009 được dự báo ở mức 14,000 VND, do đó mỗi cổ phiếu PVF có mức giá hợp lý là 35,000 VND.

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng phương pháp ERM (Excess Return Model) 3 giai đoạn để định giá, mỗi cổ phiếu PVF có mức giá hợp lý là 37,700 VND.

**Tổng hợp 3 phương pháp với tỷ trọng 30% - 30% - 40%, mỗi cổ phiếu PVF được định giá ở mức 31,700 VND.**

## Triển vọng ngành và công ty

Sau một thời gian khá trầm lắng, vài phiên giao dịch gần đây cổ phiếu ngân hàng lại được các nhà đầu tư quan tâm hơn bởi kỳ vọng từ những tác động chính sách vĩ mô đến toàn ngành ngân hàng (tăng lãi suất cơ bản lên mức 8%, thu hẹp biên độ tỷ giá từ 5% xuống còn 3% và tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng). Chính sách này trong trung hạn sẽ góp phần giảm áp lực thanh khoản hay giải quyết "cơn khát vốn" ở các ngân hàng thương mại trong thời gian qua. Trong ngắn hạn thì vấn đề thanh khoản của hệ thống tài chính vẫn chưa được giải quyết do bị giới hạn bởi trần lãi suất huy động 10.5% như vậy nguồn vốn huy động vẫn chưa được cải thiện và các tổ chức tín dụng vẫn dè dặt đối với các khoản cho vay. 11 tháng đầu năm tăng trưởng tín dụng đã đạt 36%, vượt quá giới hạn quy định (30%) do vậy NHNN đã quyết định dừng gói hỗ trợ lãi suất ở thời điểm cuối năm nay thay vì đến hết quý I/2010. Hoạt động tín dụng từ nay đến cuối năm vì vậy sẽ không được kỳ vọng nhiều.

Hoạt động kinh doanh vàng, ngoại hối ở các ngân hàng, công ty tài chính được kỳ vọng hơn so với hoạt động tín dụng trong giai đoạn từ nay đến cuối năm mà đặc biệt là hoạt động kinh doanh vàng bởi nhu cầu vàng cuối năm thường rất cao và giá vàng vẫn được kỳ vọng tăng mạnh trong thời gian tới.

**Hiện PVF đang hoàn tất các thủ tục niêm yết trên TTCK Singapore vào đầu năm 2010 và chuẩn bị các điều kiện để chuyển đổi hoạt động theo mô hình ngân hàng thương mại, giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước xuống còn 60%.**

Về phía PVF, 9 tháng đầu năm tăng trưởng tín dụng đạt 33.2% do đó từ nay đến cuối năm hoạt động tín dụng sẽ không có được sự tăng trưởng mạnh tuy nhiên **hoạt động dịch vụ, hoạt động đầu tư thời gian tới sẽ có những đột biến khi mà gần đây PVF đã ký kết rất nhiều các hợp đồng tài trợ vốn, hợp đồng hợp tác kinh doanh và góp vốn đầu tư dự án với rất nhiều các đối tác quan trọng trong ngành dầu khí và các công ty tài chính khác. Hơn nữa, nhu cầu vốn trong ngành ngày càng tăng cao với rất nhiều các dự án về năng lượng đang và có kế hoạch triển khai.** Tháng 10/2009 PVF đã đưa vào chạy thử phần mềm ngân hàng lõi corebanking và hệ thống xếp hạng tín dụng để hỗ trợ hoạt động ngân hàng hiệu quả hơn. Với kết quả kinh doanh khả quan thời gian qua PVF dự kiến nâng tỷ lệ trả cổ tức lên 12% so với mức kế hoạch (4.3%) và với những định hướng cho tương lai (niêm yết trên TTCK Singapore, chuyển sang hoạt động theo mô hình ngân hàng) cùng những triển vọng ngành dầu khí, PVF được kỳ vọng mang lại lợi ích lớn hơn cho mỗi cổ đông của mình.

Thời gian qua, PVF hoạt động chưa thực sự hiệu quả, nhưng với diễn biến giá trên thị trường thì cổ phiếu PVF được giao dịch với mức giá cao hơn nhiều so với một số cổ phiếu ngân hàng được đánh giá cao như ACB, STB; do đó, **nhà đầu tư cần cân trọng với quyết định mua bán của mình**. Tuy vậy, về dài hạn thì PVF sẽ là một cổ phiếu khá hấp dẫn.



**Sàn giao dịch của mọi nhà**

#### **Khuyến cáo sử dụng**

- Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) 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. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.
- Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.
- TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

#### **PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ**

##### **Trưởng phòng Phân tích đầu tư**

TS. Phạm Thị Vân Hà

##### **Chuyên viên phân tích:**

Vũ Thị Oanh

Email: [oanhvt@tvs.com.vn](mailto:oanhvt@tvs.com.vn)

#### **Sản phẩm phòng phân tích TVSI**

- **Báo cáo thường xuyên**

Thông tin cập nhập website hàng ngày

Morning Briefing

Thống kê giao dịch cuối ngày

Thống kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

- **Báo cáo phân tích**

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

- **Báo cáo thống kê**

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

- **Sản phẩm giao dịch**

I-trade Home

I-trade Pro

- **Hội thảo**

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

#### **Trụ sở**

Chi nhánh HCM	Chi nhánh Hoàn Kiếm	Chi nhánh An Đông, HCM	Chi nhánh Hải Phòng	Chi nhánh Đà Nẵng
193 Trần Hưng Đạo, Q. 1	26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm	95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5	19 Điện Biên Phủ	114 Quang Trung
ĐT: (08) 38386868	ĐT: (04) 39332233	ĐT: (08) 38306547	ĐT: (031) 3757556	ĐT: (0511) 3752282
Fax: (08) 39207542	Fax: (04) 39335120	Fax: (08) 38306547	Fax: (031) 3757560	Fax: (0511) 3752283
152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội		ĐT: (04) 37280921	Fax: (04) 37280920	

**Website:** [www.tvs.com.vn](http://www.tvs.com.vn)

**Email:** [contact@tvs.com.vn](mailto:contact@tvs.com.vn)