

**Trụ sở**

152 Thụy Khuê, Tây Hồ,  
Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

**Chi nhánh HCM**

193 Trần Hưng Đạo,  
Quận 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

**Website:**

[www.tvsi.com.vn](http://www.tvsi.com.vn)

**Email:**

[contact@tvsi.com.vn](mailto:contact@tvsi.com.vn)

**Ngày 07/tháng 08/ năm 2009**

**Báo cáo phân tích**



**Tổng công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí  
Việt Nam — HOSE: PVF**

**Thông tin công ty**

Ngành nghề	Hoạt động dịch vụ tài chính (Trừ bảo)
Tên công ty:	Tổng Công ty Tài chính cổ phần Dầu khí
Tên viết tắt:	PVFC
Tên quốc tế:	PetroVietnam Finance Corporation
MCK:	PVF
Trụ sở chính:	72 Trần Hưng Đạo-Hoàn Kiếm-Hà Nội
Điện thoại:	+84-4 3942 6800
Fax:	+84-4 3942 6796
Website:	<a href="http://www.pvfc.com.vn">www.pvfc.com.vn</a>

**MỤC LỤC**

**Trang**

Tóm tắt báo cáo	1
Giới thiệu doanh nghiệp	2
Đánh giá hiệu quả hoạt động	4
Phân tích SWOT	9
Nhận định đầu tư	10
Phụ lục	15

**Quá trình phát triển**

19/06/2000	Thành lập công ty Tài chính Dầu khí
Năm 2005	Tăng vốn điều lệ lên 300 tỷ đồng
Năm 2006	Tăng vốn điều lệ lên 1000 tỷ đồng
Năm 2007	Tăng vốn điều lệ lên 3000 tỷ đồng
Năm 2008	Chuyển thành CTCP, tăng vốn điều lệ lên 5000 tỷ đồng và niêm yết cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh

**Một số dự án thu xếp vốn đã và đang triển khai**

- Nhiệt điện Nhơn Trạch II với số vốn 1,800 Tỷ đồng
- Nhà máy xơ sợi PVTex Đình Vũ với số vốn 250 triệu USD
- Nhà máy nhiệt điện Thái Bình II, dự án nhiên liệu sinh học PVB với tổng vốn đầu tư 1,322.6 tỷ đồng
- Dự án khai thác dầu thô PVEP với số vốn 90 triệu USD
- 3 dự án ngành năng lượng ở Quảng Ngãi với tổng vốn 4,000 tỷ đồng
- Dự án chế tạo giàn khoan đầu tiên ở Việt Nam với số vốn 1,283 tỷ đồng, v.v

**Biểu đồ giá cổ phiếu PVF trong vòng 09 tháng qua**



**Thông tin cổ phiếu (07/08/2009)**

**MCK: PVF**  
Sàn giao dịch: HOSE  
Giá cổ phiếu: 42,700 VND  
Tổng KL niêm yết: 500,000,000 Cp  
KL đang lưu hành: 500,000,000 Cp  
Tổng giá trị vốn hóa thị trường: 21,350 Tỷ VND  
Giá cao nhất trong 52 tuần: 50,500 VND  
Giá thấp nhất trong 52 tuần: 13,500 VND  
Thay đổi giá trong 3 tháng: +43.8%  
Thay đổi giá trong 6 tháng: +184.7%  
Khối lượng giao dịch bình quân 30 ngày  
Khối lượng giao dịch trung bình 10 ngày: 874,335 Cp  
Sở hữu NĐTNN: 13.4%  
Sở hữu Nhà nước: 78%  
Cổ đông lớn:

- Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)
- Ngân hàng Morgan Stanley

**Lĩnh vực kinh doanh**

- Hoạt động huy động vốn
- Hoạt động tín dụng
- Hoạt động bảo lãnh, bao thanh toán
- Đầu tư dự án theo hợp đồng, góp vốn mua cổ phần của các doanh nghiệp, các TCTD khác
- Tham gia thị trường tiền tệ
- Làm đại lý phát hành trái phiếu, cổ phiếu và các giấy tờ có giá khác cho các doanh nghiệp
- Nhận ủy thác, làm đại lý, quản lý tài sản, vốn đầu tư của các tổ chức, cá nhân theo hợp đồng
- Hoạt động ngoại hối
- Hoạt động khác theo quy định của NHNN

**Ngành: Hoạt động dịch vụ tài chính (Trữ bảo hiểm)**

**Công ty Tài chính cổ phần Dầu khí**

**Nhận định đầu tư**

- Trong bối cảnh thị trường đang xen kẽ giữa những dấu hiệu phục hồi và nguy cơ khủng hoảng trở lại, ngành ngân hàng tài chính là ngành nhạy cảm nhất đối với những biến động của thị trường. NHNN giới hạn tăng trưởng tín dụng năm 2009 ở mức 25-27% so với năm 2008, thị trường chứng khoán chưa thực sự phục hồi rõ rệt. PVFC vừa hoạt động như một ngân hàng thương mại vừa đầu tư tài chính nên không tránh khỏi những ảnh hưởng đáng kể từ những biến động của thị trường.
- Qua phân tích kết quả hoạt động kinh doanh trong thời gian qua, có thể nhận thấy hoạt động "Ngân hàng" của PVFC chưa thực sự hiệu quả nhưng lại chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng nguồn thu. Được sự hậu thuẫn của tập đoàn kinh tế Nhà nước mạnh như PVN, cổ đông chiến lược có tiềm lực tài chính mạnh như ngân hàng Morgan Stanley, PVFC có tiềm năng về thu hút nguồn vốn từ các thành viên trong Tập đoàn. Hoạt động kinh doanh chứng khoán cũng chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu nhưng thời gian qua bị giảm sút rất nhiều trong bối cảnh thị trường đi xuống. Thời gian tới cùng với kế hoạch thu xếp vốn cho nhiều dự án lớn trong ngành năng lượng dự kiến sẽ mang lại thu nhập lớn từ lãi.
- PVF là cổ phiếu của CTTC duy nhất giao dịch trên thị trường giao dịch tập trung, do hạn chế về thu thập số liệu các công ty cùng ngành giao dịch trên OTC nên việc định giá được tiến hành theo phương pháp DCF với hai kịch bản "lạc quan" và "thận trọng", mức giá hợp lý của PVF được định giá ở mức 42,800 VND. Với mức giá hiện đang giao dịch trên thị trường thì cổ phiếu PVF hiện đang được định giá hợp lý trên thị trường.
- Lời khuyên dành cho NĐT đang nắm giữ cổ phiếu PVF lúc này là tiếp tục nắm giữ và xem xét bán ra ở thời điểm khi giá tăng đến một mức giá nhất định (chẳng hạn trên 50,000VND). Với nhà đầu tư chưa quan tâm đến cổ phiếu này thì nên xem xét mua vào ở thời điểm mức giá được điều chỉnh thích hợp.

**Một số chỉ tiêu chính**

Chỉ tiêu	2008	2009Q1	2009Q2
Tổng tài sản (Triệu VND)	45,104,099	47,052,447	52,361,139
Thay đổi (%)		4.32	11.28
LN thuần HĐSXKD ('000 VNĐ)	774,277,898	52,310,671	806,602,759
LNST ('000 VNĐ)	107,375,751	25,382,973	332,032,955
Chi phí hoạt động ('000 VNĐ)	937,750,603	56,020,914	88,086,905
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng ('000 VNĐ)	713,099,310	26,927,699	380,646,968
BVPS	12.21	12.25	12.87
ROE (%)	1.76	0.41	5.16
ROA (%)	0.24	0.05	0.63

## Tổng quan doanh nghiệp

Là một tổ chức tín dụng phi ngân hàng, tiền thân là Công ty tài chính Dầu khí, thành lập ngày 19/06/2000 với phương châm hoạt động "Vì sự phát triển vững mạnh của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam"

PVFC ra đời với chức năng chủ yếu là thu xếp nguồn vốn cho Tập đoàn, vận hành sinh lời và hiệu quả nhất mọi nguồn tài chính của ngành dầu khí.

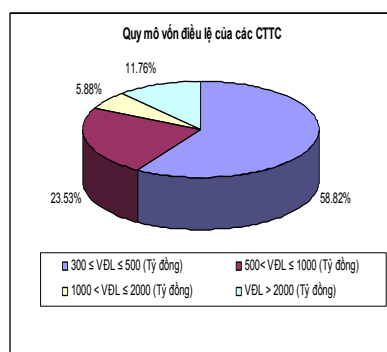
Là một Công ty tài chính (CTTC) sinh ra từ Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN) - một tập đoàn mạnh trong 8 Tập đoàn kinh tế nhà nước ở Việt Nam hiện nay. PVFC hoạt động với hai mảng chính là tín dụng và đầu tư. Riêng mảng tín dụng thì bị hạn chế hơn so với các ngân hàng thương mại (NHTM) về huy động vốn ngắn hạn theo Luật các tổ chức tín dụng. Tuy nhiên với chiến lược phát triển của mình nhằm đa dạng hóa sản phẩm và nâng cao khả năng cạnh tranh, PVFC đã mở rộng các dịch vụ mới như nhận ủy thác vốn, nhận ủy thác đầu tư, bao thanh toán, thu xếp vốn,... cho cả ngắn, trung và dài hạn. Những dịch vụ này đã giúp PVFC có thể hoạt động tương tự như một NHTM.

Vừa hoạt động như một NHTM với các nghiệp vụ truyền thống như nhận tiền gửi và cho vay, vừa hoạt động như một quỹ đầu tư với các nghiệp vụ đầu tư chứng khoán. Trong đó hoạt động cho vay là hoạt động mang lại doanh thu lớn nhất cho PVFC, điều này cũng hoàn toàn dễ hiểu khi PVN là Tập đoàn kinh tế Nhà nước lớn với rất nhiều những dự án trọng điểm, nhu cầu vốn khổng lồ.

Thời gian tới, cùng với việc ký kết thu xếp vốn cho rất nhiều các dự án đặc biệt là 3 dự án lớn về năng lượng ở Miền Trung với tổng vốn thu xếp vào khoảng 4,000 tỷ đồng sẽ là điều kiện để PVFC tăng nguồn thu từ lãi.

PVFC là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam

Là CTTC có quy mô vốn điều lệ lớn nhất trong số các CTTC đang hoạt động trên lãnh thổ Việt Nam: 5,000 Tỷ VNĐ



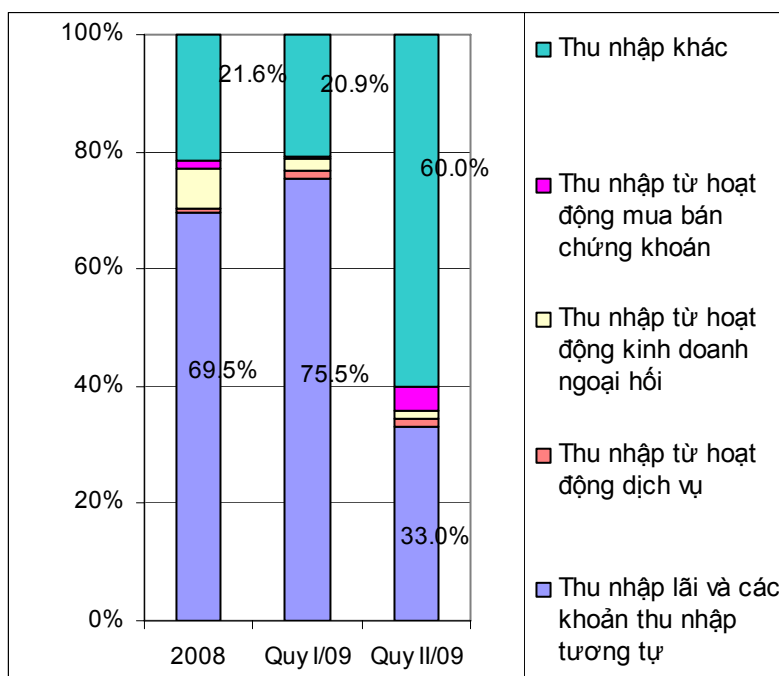
Nguồn: SBV

Doanh thu chủ yếu từ hoạt động cho vay, kinh doanh chứng khoán nợ và hoạt động tín dụng

### Kế hoạch năm 2009

Chi tiêu	Giá trị (Tỷ đồng)
VDL	5,000
DT	3,900
LNTT	400
LNST	346
Cổ tức	4.3%

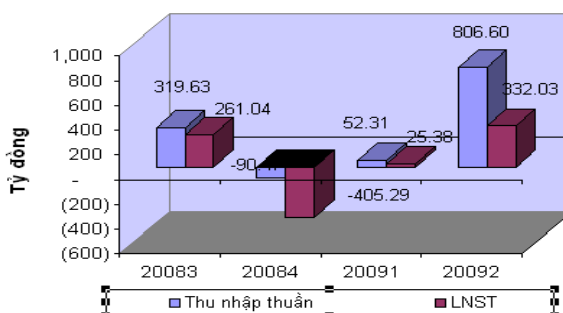
Bảng cơ cấu doanh thu của PVFC qua các giai đoạn



(Nguồn: PVF BCTC)

## Hoạt động kinh doanh và cơ cấu tài sản, nguồn vốn

### Tăng trưởng thu nhập, LNST

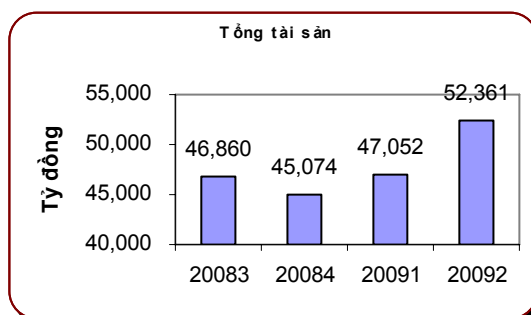


Do hoàn nhập dự phòng tập trung vào tháng 4 và tháng 6 do đó lợi nhuận quý II/2009 vượt 103.2 % kế hoạch đề ra

Năm 2008, thời điểm mà cuộc chạy đua lãi suất diễn ra khá gay gắt, chi phí vốn đắt, thị trường chứng khoán rơi tự do đã khiến giảm sút doanh thu từ hoạt động cho vay, hoạt động đầu tư chứng khoán đồng thời gia tăng các khoản chi phí liên quan mà đặc biệt là chi phí dự phòng rủi ro tín dụng, do đó lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh năm 2008 mà đặc biệt là thời điểm quý IV giảm sút mạnh (quý IV/2008 lỗ trên 400 tỷ) khiến năm 2008 PVFC không có được một kết quả kinh doanh ấn tượng khi tỷ số LNST/ Tổng thu nhập chỉ đạt 1.43%. Sang đến năm 2009, khi mà lãi suất cơ bản được giữ ở mức ổn định, thị trường chứng khoán tiếp tục đi xuống trong quý I và bắt đầu phục hồi vào quý II, thu nhập từ các hoạt động chính của PVFC đã có những cải thiện đáng kể. Đặc biệt trong quý II do việc hoàn nhập dự phòng lên tới hơn 55% tổng thu nhập đã khiến thu nhập thuần từ hoạt động kinh doanh quý II tăng mạnh, hệ số LNST / Tổng thu nhập lên tới 17.6% và do đó lũy kế 6 tháng đầu năm đã hoàn thành được 66,4% kế hoạch, trong khi LNST hoàn thành vượt kế hoạch (103.2%).

Thời gian qua PVFC đã tiến hành 3 đợt phát hành trái phiếu huy động vốn nợ, trong đó đợt phát hành trái phiếu năm 2006 đã đáo hạn tháng 6/2009; đợt phát hành năm 2007 với giá trị lên đến 1,500 Tỷ VND, lãi suất cố định 8.6% thời hạn 5 năm và đợt phát hành trái phiếu năm 2008 với 466,1 tỷ đồng và 55 triệu USD với lãi suất năm 2008 VND: 17.5%/năm, USD: 6.2%/năm kỳ hạn 3 năm, từ 2009 trở đi bằng bình quân lãi suất huy động 12 tháng trả lãi cuối kỳ (VND và USD tương ứng) của 4 ngân hàng (VCB, BIDV, Vietinbank, Agribank) + 0.3%/năm. Như vậy số tiền chi trả hàng năm cho loại chứng khoán nợ này là không nhỏ và điều này đã được minh chứng ở tỷ lệ chi phí lãi và các chi phí tương tự năm 2008 chiếm đến 85.6% tổng chi phí trước dự phòng.

### Về cơ cấu tài sản



Nhìn chung Tổng tài sản (TTS) của PVFC có xu hướng tăng theo thời gian tuy nhiên, quý IV/2008 có sự giảm sút khá lớn khi các khoản đầu tư chứng khoán và đầu tư góp vốn đồng loạt giảm trước bối cảnh TTCK suy thoái. Sang năm 2009 thị trường khởi sắc trở lại thì các khoản đầu tư này lại có cơ hội được tăng lên và ngày càng tăng cùng với xu hướng tốt lên của thị trường. Hơn nữa với việc triển khai hàng loạt các dự án thu xếp vốn trong thời gian từ đầu năm đến nay đã khiến các khoản cho vay khách hàng được cải thiện đáng kể góp phần gia tăng TTS cho PVFC. Dự báo trong thời gian tới TTS sẽ tiếp tục tăng không chỉ bởi TTCK được cải thiện mà còn bởi việc ký kết rất nhiều các dự án cho vay, việc xây dựng thêm rất nhiều trụ sở chi nhánh tại các tỉnh thành trong cả nước làm tăng "chi phí xây dựng cơ bản dở dang".

## Hoạt động kinh doanh và cơ cấu tài sản, nguồn vốn (Tiếp)

Cho vay khách hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu đầu tư tài sản của PVFC

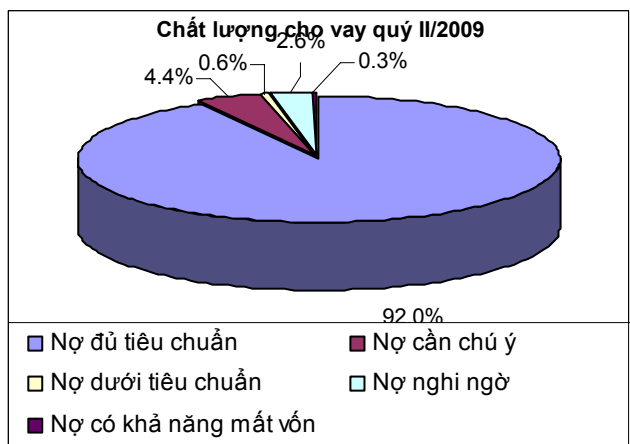
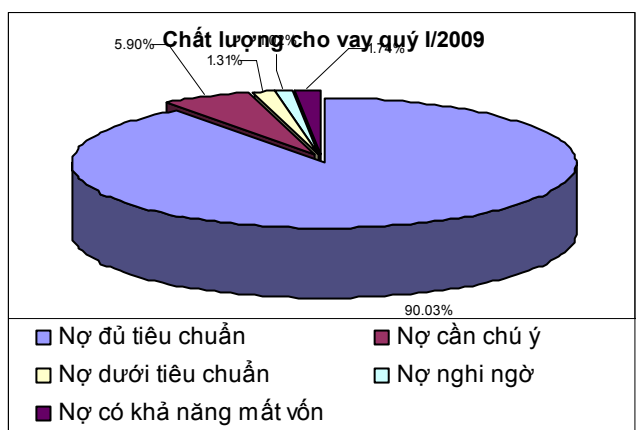
Trong cơ cấu tài sản thì *cho vay khách hàng* thường xuyên chiếm tỷ trọng lớn nhất (>30% tổng tài sản) và có xu hướng tăng lên theo thời gian. Cụ thể, quý I/2009 cho vay khách hàng chiếm 32% tổng tài sản và đến quý II/2009 đã chiếm đến 36% tổng tài sản. Nhìn vào cơ cấu tổng tài sản của PVFC qua các giai đoạn có thể thấy, mặc dù là một CTTC nhưng hoạt động chủ yếu vẫn là hoạt động ngân hàng với mảng hoạt động tín dụng chiếm đến 65% trong tổng tài sản đầu tư. Tiếp đến là mảng hoạt động đầu tư tài chính cũng chiếm một tỷ trọng đáng kể. Giai đoạn quý II/2009 là giai đoạn tổng tài sản tăng lên khá mạnh (tăng 11.3% so với quý I/2009 và tăng 16.1% so với thời điểm cuối năm 2008) phần lớn là do giải ngân cho vay khách hàng tăng (24.2%) và tăng các khoản đầu tư tài chính (14.9%). Với đặc thù hoạt động trong lĩnh vực tài chính, tài sản cố định luôn chiếm một tỷ trọng rất nhỏ trong tổng tài sản (khoảng < 0.5%), tuy nhiên vai trò rất lớn của tài sản cố định là tạo ra đòn bẩy hoạt động và đặc biệt có ý nghĩa đối với một CTTC có quy mô lớn như PVFC.

### Về chất lượng nợ cho vay

So với năm một vài năm về trước thì chất lượng nợ cho vay ngày càng giảm sút. Cụ thể tỷ lệ nợ xấu / tổng dư nợ trong các năm 2006, 2007, 2008 lần lượt là 1.03%, 2.97%, 2.78% và đến quý I/2009 tỷ lệ này đã là 4.07%, quý II/2009 tuy có giảm sút chút ít (3.53%) nhưng vẫn cao hơn rất nhiều so với các NHTM chẳng hạn STB tỷ lệ này là 0.7%. Đồng nghĩa với tỷ lệ nợ xấu cao là một tỷ lệ nợ quá hạn cũng rất cao (9.97% trong quý I/2009 và 7.97% trong quý II/2009) Chúng ta có thể kỳ vọng tỷ lệ này sẽ được cải thiện (giảm đi) khi hệ thống xếp hạng tín dụng khách hàng được triển khai và hoạt động có hiệu quả nhằm hạn chế tối đa rủi ro tín dụng cho PVFC.

Chất lượng nợ cho vay dần được cải thiện khi tỷ lệ nợ xấu đang có xu hướng giảm

Cơ cấu nợ cho vay



## Hoạt động kinh doanh và cơ cấu tài sản, nguồn vốn (Tiếp)

### Về cơ cấu nguồn vốn

Nguồn vốn huy động chủ yếu là nguồn tài trợ từ PVN, các khoản ủy thác đầu tư và nguồn vốn chiếm dụng của các TCTD khác

Với uy tín và tiềm lực tài chính mạnh, PVFC thu hút được rất nhiều hợp đồng ủy thác đầu tư, tài trợ từ phía các cổ đông lớn mà đại diện là PVN, vay được từ các TCTD khác do đó mà “*Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay của các TCTD chịu rủi ro*” thường xuyên chiếm tỷ trọng lớn (trên 60% tổng vốn huy động). Trong khi “*Tiền gửi và vay của các TCTD khác*” chiếm khoảng >15% tổng vốn huy động và nguồn tiền huy động được từ khách hàng rất khiêm tốn (chỉ chiếm khoảng < 0.5% vốn huy động). Như vậy có thể thấy khả năng huy động vốn của PVFC từ các khách hàng cá nhân, ngoài Tập đoàn là còn rất hạn chế.

Quý II/2009 PVFC nhận ủy thác quản lý vốn và ủy thác đầu tư có chi định của PVN số tiền lên tới hơn 12 nghìn tỷ, Với số tiền khá lớn này đã tạo ra khoản thu nhập 7.4 tỷ đồng. Trong thời gian tới nguồn huy động chính của PVFC ngày càng có xu hướng gia tăng do những lợi thế từ hợp đồng ủy thác đầu tư mà PVFC tạo ra cho khách hàng mặc dù thời gian qua có thoái lui đầu tư khá nhiều cổ phiếu của các công ty trong ngành. Với hàng loạt các dự án thu xếp vốn vượt ra ngoài hạn mức cho vay thì việc PVFC phải huy động từ các TCTD khác cũng như từ các đối tác đầu tư trong và ngoài nước với số vốn ngày càng lớn là một thực tế sẽ xảy ra trong thời gian tới.

Trong 6 tháng cuối năm 2009 và trong thời gian tới PVFC chưa có kế hoạch tăng vốn điều lệ cho đến khi chính thức được niêm yết cổ phiếu trên TTck Singapo. Do đó thành phần duy nhất có thể làm tăng vốn chủ sở hữu của PVFC trong thời gian tới là từ “*Lợi nhuận chưa phân phối*” được kỳ vọng tăng lên từ kết quả kinh doanh khả quan trong giai đoạn tiếp theo.

Tiền gửi khách hàng mặc dù chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng nguồn vốn huy động được nhưng hiện đang được cải thiện nhằm thu hút thêm vốn và đa dạng hóa khách hàng.

### Về cơ cấu chi phí

Chi phí lãi và các khoản chi phí tương tự chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí

Trong cơ cấu chi phí, với đặc thù hoạt động thiên về các hoạt động truyền thống như một ngân hàng, chi phí lãi và các khoản chi phí tương tự luôn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí trước chi phí dự phòng (trên 85%). Các chi phí còn lại liên quan đến hoạt động dịch vụ và hoạt động khác chiếm tỷ trọng thấp hơn và thường xuyên thay đổi theo những biến động của thị trường.

Một trong những chi phí biến động mạnh nhất theo thị trường đó là chi phí dự phòng rủi ro tín dụng và rủi ro đầu tư chứng khoán. Tính chung năm 2008, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng lên tới gần 480 tỷ, điều này là hoàn toàn dễ hiểu trong bối cảnh khủng hoảng, lãi suất chạy đua căng thẳng giữa các tổ chức tín dụng, chi phí huy động vốn nợ cũng bị đẩy lên cao. Đến quý II/2009 mặc dù mặt bằng lãi suất đã được hạ bớt nhưng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng cũng đã lên tới 380 tỷ. Điều này có thể được giải thích bởi sự gia tăng các khoản tiền gửi, vay của các TCTD khác với lãi suất cao và việc thanh toán lãi, gốc trái phiếu phát hành năm 2006 đã đến thời điểm đáo hạn.



## Đánh giá chỉ tiêu tài chính

### Về hiệu quả hoạt động

Chỉ tiêu	2008	2009Q1	2009Q2	20096M
ROA	0.24%	0.05%	0.63%	0.68%
ROE	1.76%	0.41%	5.16%	5.55%
LNST/ Tài sản sinh lời	0.16%	0.08%	0.95%	0.98%
Thu lãi/ LNST	1178.43%	403.47%	-19.83%	10.24%
Thu từ hoạt động dịch vụ/LNST	46.05%	19.47%	7.29%	8.16%

Khả năng sinh lời của PVFC không được đánh giá cao do thu nhập chủ yếu từ hoàn nhập dự phòng

Việc phân tích hiệu quả hoạt động đôi khi không có ý nghĩa nhiều đối với loại hình doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính khi các bút toán có ảnh hưởng rất nhiều đến kết quả hoạt động kinh doanh. Như việc liên tục giải trình chênh lệch kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của PVFC là một ví dụ. Việc thực hiện hoàn nhập dự phòng và trích lập dự phòng rủi ro tín dụng gộp cả hai quý I và II vào quý II đã khiến cho thu nhập từ lãi của PVFC giảm và thậm chí đã bị âm (-65.83 tỷ), trong khi thu nhập từ hoạt động khác tăng 992 tỷ so với quý I. Với quy mô tài sản và vốn chủ sở hữu tăng không nhiều nên các hệ số ROA, ROE, tỷ lệ LNST/Tài sản sinh lời đã được cải thiện rất đáng kể.

Mặc dù thu nhập từ hoàn nhập dự phòng không phản ánh chính xác hiệu quả hoạt động cũng như khả năng tạo lợi nhuận của PVFC trong quý II, nhưng nó cũng đã phần nào phản ánh được sự đánh giá rủi ro một cách cẩn trọng và hoạt động kinh doanh được cải thiện đã không những hoàn nhập được khoản dự phòng đã trích mà còn có điều kiện để tăng thêm thu nhập.

Tuy nhiên, hoạt động dịch vụ mang lại thu nhập có xu hướng giảm dần cho thấy mảng hoạt động này chưa thực sự mạnh và chưa có dấu hiệu được cải thiện mặc dù theo chiến lược PVFC sẽ đẩy mạnh hoạt động này nhằm đa dạng hóa danh mục đầu tư.

### Về rủi ro thanh khoản

Chỉ tiêu	2008	2009Q1	2009Q2	20096M
Cho vay khách hàng/ Tiền gửi khách hàng	8223.34%	6895.64%	9963.11%	10755.17%
Dư nợ tín dụng/ Tổng vốn huy động	54.74%	45.61%	50.73%	54.77%

Do được hậu thuẫn bởi PVN nên PVFC có lợi thế về huy động vốn do đó rủi ro thanh khoản không phải là vấn đề đáng bàn, rủi ro tín dụng có xu hướng giảm.

Với đặc thù là CTTC sinh ra từ Tập đoàn kinh tế Nhà nước, nguồn vốn chủ yếu của PVFC là nguồn ủy thác, tài trợ và vay của các TCTCD khác do đó tỷ lệ cho vay khách hàng / Tiền gửi khách hàng là rất lớn. Xét về khía cạnh nào đó nếu nguồn cung vốn chủ yếu không được duy trì thì rủi ro thanh khoản của PVFC là rất lớn. Tuy nhiên với lợi thế về uy tín, quy mô, được hậu thuẫn bởi Tập đoàn kinh tế Nhà nước mạnh như PVN nên thanh khoản có lẽ không phải là vấn đề đáng bàn. Thời gian qua, cho vay khách hàng tăng đáng kể trong khi tiền gửi của khách hàng giảm do đó mà tỷ lệ cho vay khách hàng / Tiền gửi khách hàng ngày một tăng.

Với nguồn vốn huy động chiếm trên 70% tổng nguồn vốn đã sử dụng đến bình quân 50% là cho vay, phần còn lại để đầu tư chứng khoán, vàng, ngoại hối và các khoản đầu tư khác. Như vậy với cơ cấu đầu tư như trên với vị thế một CTTC là một chiến lược đầu tư khá hợp lý (khi rủi ro tín dụng được kiểm soát) trên cơ sở đa dạng hóa nhằm giảm thiểu rủi ro.

### Về rủi ro tín dụng

Như phân tích ở trên về chất lượng nợ vay đã được cải thiện với tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ giảm tuy nhiên vẫn còn khá cao so với các NHTM do đó mà hệ số an toàn vốn là khá thấp. Chúng ta kỳ vọng vào hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ thời gian tới sẽ phát huy tác dụng tích cực.

Cùng với việc dành 20.000 tỷ giãn ngân hỗ trợ lãi suất, với các tiêu chí cho vay được đánh giá là chặt chẽ hơn so với cho vay thông thường—là điều kiện để nâng cao chất lượng các khoản vay không chỉ đối với PVFC mà toàn hệ thống các TCTD được phép cho vay hỗ trợ lãi suất nói chung.

**Đánh giá chỉ tiêu tài chính— so sánh**

So sánh các chỉ tiêu tài chính với Cty trong ngành cùng cơ cấu đầu tư

Chỉ tiêu	2008		2009/6M	
	PVF	SDF	PVF	SDF
EPS (DN công bố) ('000 VND)	0.214	0.585	0.715	0.708
ROA	0.24%	1.62%	0.68%	1.98%
ROE	1.76%	5.53%	5.55%	10.44%
VCSH/ Tổng tài sản	13.54%	29.25%	12.29%	18.96%
LNST/ Tài sản sinh lời	0.16%	2.34%	1.00%	2.59%
Thu lãi/ LNST	1178.43%	193.73%	10.24%	51.60%
Thu từ hoạt động dịch vụ/LNST	46.05%	2.34%	8.16%	6.17%
Chứng khoán kinh doanh/ Tổng VCSH	0.60%	32.97%	0.97%	0.63%
Chứng khoán đầu tư/ Tổng VCSH	9.70%	0.00%	11.17%	5.31%
Cho vay khách hàng/ Tiền gửi khách hàng	8223.34%	1984.98%	10755.17%	2227.58%
Dư nợ tín dụng/ Tổng vốn huy động	54.74%	73.38%	54.77%	51.08%
Tài sản đầu tư/ Tổng tài sản	71.52%	71.03%	71.38%	78.70%
NIM	1.91%	4.53%	0.10%	1.33%
Chi phí hoạt động/ Tổng chi phí	13.06%	31.94%	11.31%	14.72%
Thu nhập ngoài lãi/ Tổng thu nhập	7.79%	2.02%	46.03%	24.57%

Nguồn: BCTC 2008, 6 tháng 2009: PVFC, SDFC; TVSI tổng hợp

**CTTC so sánh: SDFC (CTTC Cổ phần Sông Đà)**

So sánh các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động năm 2008 và 6 tháng đầu năm 2009 với SDFC—một CTTC có quy mô VDL nhỏ hơn rất nhiều so với PVFC có thể nhận thấy SDFC hoạt động tốt hơn thể hiện ở hầu hết các chỉ tiêu sinh lời đều lớn hơn PVFC một cách đáng kể. Hoạt động ngân hàng của SDFC tốt hơn nhiều so với PVFC không chỉ ở 6 tháng đầu năm do được hưởng lợi nhiều hơn từ chính sách kích cầu thông qua hỗ trợ lãi suất cho các thành phần kinh tế mà đặc biệt là ngành xây dựng mà năm 2008 tình hình thị trường khó khăn tuy vậy tỷ lệ NIM của SDFC vẫn lớn hơn rất nhiều so với PVF. Thu lãi / LNST của PVFC lớn hơn SDFC trong năm 2008 nhưng lại thấp hơn trong năm 2009 điều này cũng dễ hiểu vì SDFC được hưởng lợi nhiều hơn từ giải ngân cho vay hỗ trợ lãi suất (khảo sát 6 tháng đầu năm dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất trong tổng dư nợ cho vay hỗ trợ toàn nền kinh tế đối với ngành xây dựng lớn thứ hai với 12.39% sau ngành thương mại (29.82%).

Tính thanh khoản thể hiện qua tỷ lệ cho vay khách hàng / Tiền gửi khách hàng nhỏ hơn rất nhiều so với PVFC. Tuy nhiên, do cho vay khách hàng của SDFC chiếm đến 41% tổng tài sản trong khi tiền gửi khách hàng chiếm 2.3% tổng vốn huy động. Nguồn vốn huy động từ khách hàng là nguồn vốn chủ yếu của SDFC còn nguồn từ tài trợ ủy thác đầu tư chiếm tỷ trọng không nhiều do SDFC không có được hậu thuẫn vững chắc cũng như không có được lợi thế của quy mô và phạm vi hoạt động như PVFC. Quy mô nhỏ hơn nên tổng chi phí hoạt động của SDFC cũng chiếm tỷ trọng trong tổng chi phí lớn hơn PVFC. Hoạt động tín dụng của SDFC dường như mạnh hơn so với PVFC khi mà thu nhập từ lãi chiếm tỷ trọng lớn (51.6% LNST), thu nhập ngoài lãi chỉ chiếm 24.57% tổng thu nhập. Và do đó tỷ lệ lãi biên thuần (NIM) của SDFC cũng cao hơn thể hiện tính hiệu quả hơn của hoạt động tín dụng so với PVFC.

**So sánh mảng hoạt động tín dụng với NHTM cùng quy mô VDL**

Chỉ tiêu	PVF	STB
LNST/ Tài sản sinh lãi	0.97%	0.79%
Thu lãi / LNST	-19.83%	127.96%
Thu từ hoạt động dịch vụ/LNST	7.29%	56.12%
Cho vay khách hàng/ Tiền gửi khách hàng	9963.11%	85.59%
Dư nợ tín dụng/ Tổng vốn huy động	50.73%	66.51%
Tài sản đầu tư/ Tổng tài sản	68.51%	85.26%
NIM	-0.19%	1.01%
Chi phí hoạt động/ Tổng chi phí	11.23%	24.22%
Thu nhập ngoài lãi/ Tổng thu nhập	60.76%	23.36%

Nguồn: BCTC PVFC quý II/2009; TVSI tổng hợp

Về mảng hoạt động tín dụng cho vay với chỉ tiêu đặc trưng nhất (NIM) có thể thấy, tuy hoạt động tín dụng là hoạt động chủ yếu nhưng khả năng mang lại lợi nhuận là không cao, sức sinh lời từ đồng vốn cho vay thấp hơn so với ngân hàng. Rủi ro tín dụng cao hơn so với STB khi mà tỷ lệ cho vay khách hàng / tiền gửi khách hàng là rất lớn.

Hoạt động chính là tín dụng và cho vay nhưng thu nhập từ lãi không chiếm tỷ trọng đáng kể trong quý II. Trong khi thu nhập ngoài lãi chiếm tỷ trọng lớn trong tổng thu nhập (ở đây là thu nhập khác do thời điểm so sánh là quý II).



## Phân tích SWOT

### Điểm mạnh

Quy mô lớn, các cổ đông chiến lược có tiềm lực kinh tế, tài chính mạnh

Là một thành viên của tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN), được hưởng lợi nhiều từ uy tín của tập đoàn, được tin nhiệm trong hoạt động thu xếp vốn cho các dự án lớn.

Mạng lưới hoạt động rộng nhất trong các công ty tài chính đặc biệt là mối quan hệ với các đối tác nước ngoài (trong đó Morgan Stanley là một cổ đông lớn rất tiềm năng), rất thuận lợi trong việc đứng ra thu xếp vốn cho các dự án trong nước khi nhu cầu vốn lớn vượt quá khả năng cho vay của PVFC theo quy định trong quy định 457—đây là một điểm mạnh mà không phải bất kỳ CTTC nào cũng có được.

Quy mô vốn điều lệ lớn (lớn hơn cả một số NHTMCP) cũng là một ưu thế trong hoạt động tín dụng của PVFC giúp PVFC có nhiều cơ hội thu xếp vốn cho các dự án lớn với nhu cầu vốn cao, hơn nữa cũng đảm bảo an toàn vốn ở mức cao và tăng khả năng thanh toán.

### Điểm yếu

Bị hạn chế trong hoạt động so với Ngân hàng, nguồn vốn chưa đa dạng

Bị hạn chế về các mảng hoạt động so với ngân hàng đó là không được huy động vốn với kỳ hạn dưới một năm, không được thực hiện dịch vụ thanh toán, cho thuê tài chính. Trong khi hiện nay đây là các mảng hoạt động mang lại nguồn thu đáng kể cho các NHTM.

Khách hàng chủ yếu là các tổ chức tín dụng (TCTD), các thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Nguồn vốn huy động được từ khách hàng cá nhân, các tổ chức kinh tế trong nước còn hạn chế (trung bình chỉ chiếm khoảng 0.5% Tổng tài sản)

### Cơ hội

Nhiều dự án lớn đang được triển khai, sắp niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Singapo và môi lợi từ gói kích cầu thứ hai

Hàng loạt các dự án thu xếp vốn cho các dự án lớn đã được ký kết

Việc niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Singapo trong thời gian sắp tới nếu thành công là một cơ hội lớn để PVFC khẳng định, mở rộng và nâng cao vị thế trên thị trường quốc tế cũng như nâng cao năng lực hoạt động và dễ dàng trong việc tạo nguồn vốn phục vụ các hoạt động cho vay, thu xếp vốn một cách tốt nhất.

Gói kích cầu thứ hai trị giá 8 tỷ USD tiếp tục được triển khai là cơ hội để PVFC giải ngân nguồn vốn và thu lợi.

### Thách thức

Hạn chế tăng trưởng tín dụng, cạnh tranh lãi suất và khách hàng với các NHTM

Theo quy định mới của Ngân hàng Nhà nước về giới hạn tăng trưởng tín dụng (từ 25-27%) là một rào cản lớn trong việc giải ngân nguồn vốn của PVFC.

Cạnh tranh về lãi suất và do đó là thu hút khách hàng là tổ chức kinh tế, cá nhân so với các NHTM.

## **NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ**

- Trong phần này chúng tôi sẽ định giá cổ phiếu PVF dựa trên 2 kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất. Việc đưa ra các kịch bản nhằm dự báo doanh thu và lợi nhuận của PVFC. Mức độ tăng trưởng của PVFC được chia làm 2 giai đoạn tăng trưởng. Giai đoạn 1, chúng tôi cho rằng sẽ có mức độ tăng trưởng chậm trong vòng 10 năm (giai đoạn 2009-2019), tăng trưởng cao trong những năm tiếp theo.
- Kịch bản 1 được thiết kế dựa trên sự lạc quan của chúng tôi vào triển vọng ngành tài chính cũng như kết quả đạt được trong tương lai của công ty.
- Kịch bản 2 được thiết kế dựa trên những đánh giá thận trọng về khả năng phục hồi của nền kinh tế và triển vọng tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của công ty.

### **Kịch bản 1: Kịch bản lạc quan**

#### **Một số giả định:**

+ Gói kích cầu thứ 2 tiếp tục phát huy hiệu quả rõ rệt, nền kinh tế phục hồi nhanh, tăng trưởng lợi nhuận cao. Tốc độ tăng trưởng GDP là 5% năm 2009, 6% năm 2010, 8% trong các năm tiếp theo.  
+ Lạm phát tăng lên mức 2 con số, lãi suất cơ bản được điều chỉnh tăng lên 8%.

+ Tình hình cung—cầu ngoại tệ bớt căng thẳng, giá vàng ổn định.

+ Thị trường chứng khoán sôi động trở lại, cuối năm 2009 Vn-index đạt 550 điểm, tăng dần trong những năm tiếp theo khi nền kinh tế đã thoát ra khỏi khủng hoảng.

#### **Dự báo các chỉ tiêu cơ bản**

##### **- Về doanh thu**

+ Doanh thu từ lãi và các khoản thu nhập tương tự được dự báo sẽ có xu hướng tăng vào cuối năm do tiếp tục được hưởng lợi từ gói kích cầu của Chính phủ và một nguồn lãi lớn nữa là từ các dự án thu xếp vốn cho hàng loạt các dự án ngành năng lượng đang thực hiện và sắp thực hiện. Trong đó phải kể đến hợp đồng tài trợ vốn cho dự án thủy điện Huội Quảng với tổng mức đầu tư lên tới 11,082 tỷ, dự án thu xếp vốn xây dựng nhà máy xơ sợi tổng hợp Polyester Đình Vũ với tổng mức đầu tư gần 32,50 triệu USD và 3 dự án đầu tư trên địa bàn Quảng Ngãi với tổng vốn thu xếp vào khoảng 4,000 tỷ đồng. Hơn nữa việc lãi suất cơ bản được duy trì ở mức thấp, không có xu hướng tăng sẽ rất có lợi cho hoạt động tín dụng khi PVFC duy trì khe hở lãi suất âm. Chúng ta cũng có thể dự báo được rằng khe hở lãi suất sẽ tiếp tục dương khi các khoản cho vay ngắn hạn thường xuyên chiếm tỷ trọng lớn trong tổng dư nợ cho vay. Do đó lãi suất tăng là điều kiện để PVFC tăng thu từ lãi.

+ Doanh thu từ hoạt động dịch vụ cũng được dự báo tăng trong bối cảnh thị trường chứng khoán sôi động trở lại, nhu cầu tư vấn, bảo lãnh phát hành và ủy thác đầu tư tăng. Tuy nhiên thời gian qua, PVFC đã “thoái lui đầu tư” rất nhiều cổ phiếu với mục tiêu cơ cấu lại danh mục đầu tư. Đây có thể là chiến lược đầu tư thận trọng và phù hợp.

+ Với diễn biến tỷ giá được dự báo là bớt căng thẳng do những động thái can thiệp của NHNN thì doanh thu từ hoạt động kinh ngoại tệ có xu hướng ổn định. Hoạt động kinh doanh vàng hiện nay được triển khai với hai đối tác là WSG (Công ty vàng Phố Wall) và CTCP Chứng khoán Sài Gòn (SSI) dự báo sẽ mang lại nguồn thu lớn từ kinh doanh vàng cho PVFC nếu thị trường vàng diễn biến thuận lợi.

+ Thị trường chứng khoán phục hồi cùng với chiến lược cơ cấu lại danh mục đầu tư thì hoạt động kinh doanh chứng khoán được dự báo có xu hướng tăng.

+ Các yếu tố rủi ro từ thị trường có xu hướng giảm nên các khoản doanh thu khác sẽ có xu hướng giảm đặc biệt là các khoản hoàn nhập dự phòng.

Tổng doanh thu từ tất cả các hoạt động theo kịch bản lạc quan này sẽ có xu hướng tăng vào cuối năm 2009 và các năm tiếp theo

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### - Về chi phí

+ Chi phí lãi và các khoản chi phí tương tự được dự báo sẽ có xu hướng giảm do giá vốn không có xu hướng tăng, tuy nhiên chi phí huy động vốn cho các dự án lớn sẽ tăng bởi nhu cầu vốn vượt quá khả năng cho phép của PVFC và do đó PVFC sẽ phải thu xếp vốn từ các đối tác với những khoản chi phí trung gian, hơn nữa áp lực cạnh tranh với các NHTM trong cuộc chạy đua lãi suất đang âm thầm diễn ra cũng là một rào cản lớn nếu PVFC không có những chiến lược và bước đi thích hợp.

+ Các khoản chi cho hoạt động dịch vụ sẽ có xu hướng tăng do các dịch vụ ủy thác đại lý, các dịch vụ tư vấn được đẩy mạnh.

+ Chi phí hoạt động kinh doanh ngoại hối trong bối cảnh thị trường được dự báo là ổn định sẽ có xu hướng ổn định, tuy nhiên chi phí cho hoạt động kinh doanh vàng sẽ có xu hướng tăng khi đây là hoạt động mới triển khai.

+ Chi phí hoạt động cuối năm nay sẽ có xu hướng tăng do thời điểm cuối năm là thời điểm tất toán các khoản chi, chi phí lương, thưởng cho cán bộ công nhân viên. Hơn nữa việc đầu tư xây dựng Trụ sở chi nhánh Hải Phòng và xây dựng Nhà ở cho cán Bộ nhân viên PVFC Cần Thơ sẽ là một khoản chi phí hoạt động lớn trong thời gian tới.

+ Chi phí dự phòng rủi ro kinh doanh chứng khoán và chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được dự báo sẽ không tăng thị trường chứng khoán khởi sắc và tỷ lệ nợ xấu có xu hướng giảm. Hơn nữa các đơn vị vay vốn là các thành viên trong Tập đoàn với các dự án trong ngành năng lượng dự kiến sẽ mang lại lợi nhuận cao. Do đó khả năng không trả được nợ là rất thấp.

### BẢNG DỰ BÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Đơn vị: '000 VND

Chỉ tiêu	2008	2009F	2010F	2011F	2012F
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>1,136,402,001</b>	<b>1,224,507,289</b>	<b>1,296,707,531</b>	<b>1,357,442,639</b>	<b>1,400,533,808</b>
1. Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	5,401,881,222	3,454,024,324	3,972,127,973	4,567,947,169	5,253,139,245
2. Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(4,265,479,221)	(2,229,517,035)	(2,675,420,442)	(3,210,504,531)	(3,852,605,437)
<b>Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ</b>	<b>105,648,326</b>	<b>79,632,853</b>	<b>80,921,449</b>	<b>82,220,614</b>	<b>83,529,800</b>
1. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	113,021,906	89,768,213	91,563,577	93,394,849	95,262,746
2. Chi phí từ hoạt động dịch vụ	(7,373,580)	(10,135,360)	(10,642,128)	(11,174,235)	(11,732,946)
<b>Lãi/ lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối, vàng</b>	<b>220,635,724</b>	<b>149,823,020</b>	<b>152,819,480</b>	<b>155,875,870</b>	<b>158,993,387</b>
<b>Lãi / lỗ thuần từ mua bán chứng khoán</b>	<b>(879,024,086)</b>	<b>951,475</b>	<b>1,027,593</b>	<b>1,109,800</b>	<b>1,198,584</b>
<b>Lãi/ lỗ thuần từ hoạt động khác</b>	<b>794,392,982</b>	<b>808,511,235</b>	<b>822,731,144</b>	<b>837,059,739</b>	<b>851,503,882</b>
1. Thu nhập từ hoạt động khác	828,275,413	840,699,544	853,310,037	866,109,688	879,101,333
2. Chi phí hoạt động khác	(33,882,431)	(32,188,309)	(30,578,894)	(29,049,949)	(27,597,452)
<b>Thu nhập từ vốn góp mua cổ phần</b>	<b>333,973,554</b>	<b>267,178,843</b>	<b>213,743,075</b>	<b>170,994,460</b>	<b>136,795,568</b>
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>(937,750,603)</b>	<b>(1,008,754,736)</b>	<b>(807,003,789)</b>	<b>(645,603,031)</b>	<b>(516,482,425)</b>
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>774,277,898</b>	<b>1,521,849,979</b>	<b>1,760,946,483</b>	<b>1,959,100,091</b>	<b>2,116,072,604</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(713,099,310)	(641,789,379)	(577,610,441)	(519,849,397)	(467,864,457)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>61,178,588</b>	<b>880,060,600</b>	<b>1,183,336,042</b>	<b>1,439,250,694</b>	<b>1,648,208,146</b>
Thuế TNDN	46,197,164	246,416,968	331,334,092	402,990,194	461,498,281
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>107,375,751</b>	<b>633,643,632</b>	<b>852,001,950</b>	<b>1,036,260,499</b>	<b>1,186,709,865</b>

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Bằng việc sử dụng phương pháp DCF trong định giá cổ phiếu PVF với giả định tăng trưởng hai giai đoạn: giai đoạn đầu tăng trưởng 14% trong 10 năm và tăng trưởng ổn định trong những năm tiếp theo với tốc độ tăng trưởng 5%. Tiến hành chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu trong tương lai về thời điểm hiện tại với chi phí vốn chủ sở hữu được giả định ở mức 12% dựa trên hệ số Beta của cổ phiếu PVF, phần bù rủi ro thị trường và lãi suất Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm ta có được kết quả định giá cổ phiếu PVF ở vào mức 45,500 VND

### Phân tích độ nhạy

discount rate						
45,456	12%	13%	14%	15%	16%	17%
14%	45,456	39,832	35,569	32,229	29,537	27,317
15%	45,456	39,832	35,569	32,229	29,537	27,317
16%	45,456	39,832	35,569	32,229	29,537	27,317
17%	45,456	39,832	35,569	32,229	29,537	27,317
18%	45,456	39,832	35,569	32,229	29,537	27,317
19%	45,456	39,832	35,569	32,229	29,537	27,317
growth rate						

### Kịch bản 2: Kịch bản thận trọng

Với kịch bản này chúng tôi đưa ra dựa trên những giả định sau:

+Nền kinh tế phục hồi chậm, tăng trưởng lợi nhuận giảm sút, tốc độ tăng trưởng GDP: 4.5% năm 2009, 6% năm 2010, 7% năm 2011, 8% năm 2012 và duy trì một vài năm tiếp theo cho đến khi nền kinh tế thực sự phục hồi.

+ Lạm phát ở mức 1 con số, lãi suất cơ bản duy trì ở mức thấp (7%)

+ Tình hình cung ngoại hối (tiêu biểu là USD) vẫn tiếp tục căng thẳng, chưa có đồng tiền nào có khả năng thay thế tốt cho USD. Lãi suất ngoại tệ biến động thất thường.

+ Thị trường chứng khoán chưa có dấu hiệu phục hồi rõ rệt, Vn-index cuối năm ở mức 450 điểm và tăng nhẹ trong những năm tiếp theo.

### Dự báo các chỉ tiêu cơ bản

#### - Về doanh thu

+ Doanh thu từ lãi có xu hướng giảm và các khoản thu nhập tương tự vẫn được dự báo tăng theo kịch bản này. Nhưng do bị hạn chế bởi tỷ lệ tăng trưởng tín dụng nên hạn chế rất lớn, thông kê 6 tháng đầu năm dư nợ tín dụng cho vay khách hàng của PVFC đã tăng gần 20% do đó 6 tháng cuối năm 2009 nguồn thu từ lãi cho vay sẽ giảm nhưng sau đó, các năm tiếp theo sẽ có xu hướng tăng do các dự án trong ngành có thời gian xây dựng lâu dài.

+ Doanh thu từ hoạt động dịch vụ có xu hướng giảm khi chi phí trở nên đắt hơn.

+ Hoạt động kinh doanh ngoại hối và kinh doanh vàng trong bối cảnh thị trường có rất nhiều biến động là một khó khăn lớn trong việc gia tăng nguồn thu.

+ Thị trường chứng khoán chưa có dấu hiệu phục hồi rõ rệt do đó doanh thu từ hoạt động kinh doanh chứng khoán có thể được cải thiện chút ít so với năm 2008.

+ Các yếu tố rủi ro từ thị trường có xu hướng tăng nên các khoản doanh thu khác sẽ có xu hướng giảm.

Tổng doanh thu từ tất cả các hoạt động theo kịch bản thận trọng này sẽ có xu hướng giảm trong 6 tháng cuối năm 2009 và tăng nhẹ trong những năm tiếp theo.

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Về chi phí

+ Chi phí lãi và các khoản chi phí tương tự được dự báo sẽ có xu hướng tăng do áp lực cạnh tranh để thu hút vốn, chi phí thu xếp vốn cho các dự án từ các TCTD trong nước cũng như từ các đối tác nước ngoài sẽ có xu hướng tăng.

+ Các khoản chi cho hoạt động dịch vụ sẽ có xu hướng tăng do các dịch vụ ủy thác đại lý, các dịch vụ tư vấn được đẩy mạnh.

+ Chi phí hoạt động kinh doanh ngoại hối, vàng trong bối cảnh thị trường được dự báo có nhiều biến động sẽ có xu hướng tăng.

+ Chi phí hoạt động cuối năm nay sẽ có xu hướng tăng do thời điểm cuối năm là thời điểm tất toán các khoản chi, chi phí lương, thưởng cho cán bộ công nhân viên và tăng lên của khoản chi phí xây dựng cơ bản dở dang.

+ Chi phí dự phòng rủi ro kinh doanh chứng khoán dự báo sẽ tăng nhẹ khi thị trường chứng khoán chưa phục hồi rõ ràng, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng có thể tăng nếu việc kinh doanh của các dự án mà PVFC thu xếp vốn không hiệu quả sau khi hoàn thành.

### BẢNG DỰ BÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Đơn vị: '000VND

Chỉ tiêu	2008	2009F	2010F	2011F	2012F
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>1,136,402,001</b>	<b>1,206,215,827</b>	<b>1,243,230,521</b>	<b>1,271,405,651</b>	<b>1,395,774,433</b>
1. Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	5,401,881,222	2,878,353,604	3,166,188,964	3,482,807,861	4,005,229,040
2. Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(4,265,479,221)	(1,672,137,776)	(1,922,958,443)	(2,211,402,209)	(2,609,454,607)
<b>Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ</b>	<b>105,648,326</b>	<b>51,543,850</b>	<b>52,215,654</b>	<b>52,895,508</b>	<b>53,583,493</b>
1. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	113,021,906	71,814,571	72,891,789	73,985,166	75,094,943
2. Chi phí từ hoạt động dịch vụ	(7,373,580)	(20,270,720)	(20,676,135)	(21,089,657)	(21,511,451)
<b>Lãi / lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối, vàng</b>	<b>220,635,724</b>	<b>128,419,731</b>	<b>129,703,928</b>	<b>131,000,968</b>	<b>132,310,977</b>
<b>Lãi / lỗ thuần từ mua bán chứng khoán</b>	<b>(879,024,086)</b>	<b>761,180</b>	<b>822,074</b>	<b>887,840</b>	<b>958,868</b>
<b>Lãi / lỗ thuần từ hoạt động khác</b>	<b>794,392,982</b>	<b>796,087,104</b>	<b>808,189,352</b>	<b>820,474,743</b>	<b>832,946,041</b>
1. Thu nhập từ hoạt động khác	828,275,413	828,275,413	840,699,544	853,310,037	866,109,688
2. Chi phí hoạt động khác	(33,882,431)	(32,188,309)	(32,510,192)	(32,835,294)	(33,163,647)
<b>Thu nhập từ vốn góp mua cổ phần</b>	<b>333,973,554</b>	<b>250,480,166</b>	<b>200,384,132</b>	<b>160,307,306</b>	<b>128,245,845</b>
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>(937,750,603)</b>	<b>(956,505,615)</b>	<b>(765,204,492)</b>	<b>(612,163,594)</b>	<b>(489,730,875)</b>
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>774,277,898</b>	<b>1,477,002,243</b>	<b>1,669,341,170</b>	<b>1,824,808,423</b>	<b>2,054,088,781</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(713,099,310)	(784,409,241)	(705,968,317)	(635,371,485)	(571,834,337)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>61,178,588</b>	<b>692,593,001</b>	<b>963,372,853</b>	<b>1,189,436,938</b>	<b>1,482,254,444</b>
Thuế TNDN	46,197,164	193,926,040	269,744,399	333,042,343	415,031,244
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>107,375,751</b>	<b>498,666,961</b>	<b>693,628,454</b>	<b>856,394,595</b>	<b>1,067,223,200</b>

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Tiếp tục sử dụng phương pháp DCF trong định giá PVF với giả định tăng trưởng lợi nhuận trong 10 năm đầu ở mức 12%, các năm tiếp theo tăng trưởng ổn định với tỷ lệ 5%. Dựa trên biến động giá cổ phiếu PVF thời gian qua so với thị trường, phần bù rủi ro thị trường và lãi suất phi rủi ro được chọn là lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm, tính toán chi phí vốn chủ sở hữu, dòng tiền vốn chủ sở hữu qua các giai đoạn tăng trưởng, một cổ phiếu PVF được định giá ở mức 40,100 VND.

**Phân tích độ nhạy:**

		discount rate					
	40,122	12%	13%	14%	15%	16%	17%
12%	40,122	35,344	31,710	28,853	26,541	24,628	
13%	40,122	35,344	31,710	28,853	26,541	24,628	
14%	40,122	35,344	31,710	28,853	26,541	24,628	
15%	40,122	35,344	31,710	28,853	26,541	24,628	
16%	40,122	35,344	31,710	28,853	26,541	24,628	
17%	40,122	35,344	31,710	28,853	26,541	24,628	
growth rate							

=> Với tỷ trọng 50 –50 cho hai kịch bản thì mức giá hợp lý của PVF sẽ vào khoảng **42,800 VND**

### Kết luận:

Bằng việc phân tích hiệu quả hoạt động của PVFC thời gian qua có thể thấy các mảng hoạt động của công ty chưa thực sự hiệu quả. Những gì mà PVFC có được phần lớn là những dự án đầu tư, chỉ định đầu tư và ủy thác đầu tư của Tập đoàn, các thành viên trong Tập đoàn. Mảng hoạt động tín dụng và cho vay chưa thực sự hiệu quả và có phần kém hơn các NHTM cùng quy mô và CTTC trong ngành có cùng cơ cấu đầu tư. Về rủi ro, rủi ro thanh khoản không phải là vấn đề lớn đối với PVFC do nguồn vốn huy động được từ các TCTD, các thành viên trong Tập đoàn rất dồi dào. Về rủi ro tín dụng, tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ cho vay giai đoạn 2008 và 2 quý đầu năm 2009 có xu hướng tăng so với những năm trước đó (từ 1-3%) và cao hơn các NHTM, tuy nhiên thời gian gần đây tỷ lệ này đang có xu hướng giảm xuống. Đặc biệt, mới đây ngày 04/08/2009 PVFC đã kết hợp với Cty TNHH Ernst & Young Việt Nam triển khai hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ khu vực Miền Bắc nhằm quản trị và kiểm soát rủi ro tín dụng. Với chiến lược đầu tư khá thận trọng thể hiện ở việc liên tục thoái lui đầu tư cổ phiếu trong thời gian qua nhằm tái cơ cấu danh mục đầu tư và tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro cao, đồng thời một loạt các hợp đồng thu xếp vốn cho các dự án lớn sẽ là cơ hội tăng doanh thu và lợi nhuận cho PVFC trong thời gian tới.

Do là CTTC duy nhất giao dịch trên thị trường giao dịch tập trung và với mảng hoạt động kinh doanh đặc thù (kết hợp giữa NHTM và quỹ đầu tư, CTCK) nên việc sử dụng các phương pháp so sánh ngang trong định giá tỏ ra không khả thi. Vì vậy, việc định giá cổ phiếu PVF ở đây được tiến hành theo phương pháp DCF mà cụ thể hơn là phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu (FCFE). Với hai kịch bản được đưa ra chúng ta có được các mức giá hợp lý khác nhau của cổ phiếu PVF. Kết hợp hai phương pháp ta có được mức giá hợp lý của cổ phiếu PVF là 42,800 VND.

Điểm qua về giao dịch cổ phiếu PVF trong thời gian vừa qua, có thể thấy giá cổ phiếu PVF tăng khá mạnh, là một trong những cổ phiếu Bluechip trên thị trường rất được các nhà đầu tư trong nước và đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài quan tâm. Với khả năng tạo sóng lớn, cổ phiếu PVF thời gian qua khá thích hợp với những nhà đầu tư ngắn hạn.

Mức giá hiện tại của PVF (ngày 07/08/2009) là 42,700 VND có thể thấy cổ phiếu này đang được thị trường định giá khá hợp lý. Vì vậy, nếu có cổ phiếu PVF trong thời gian này, theo quan điểm của người phân tích là nên tận dụng cơ hội mua vào ở thời điểm giá được điều chỉnh thích hợp và nếu nhà đầu tư đã có sẵn cổ phiếu này trong tay thì lời khuyên là nên nắm giữ.



**Báo cáo tài chính**

Đơn vị: '000 VND

<b>KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>	<b>2008</b>	<b>2009Q1</b>	<b>2009Q2</b>
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>36,582,924</b>	<b>102,412,373</b>	<b>(65,829,449)</b>
1. Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	1,151,341,441	527,174,915	624,166,526
2. Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(1,114,758,518)	(424,762,543)	(689,995,975)
<b>Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ</b>	<b>29,150,378</b>	<b>4,942,377</b>	<b>24,208,002</b>
1. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	35,907,285	8,512,324	27,394,961
2. Chi phí từ hoạt động dịch vụ	(6,756,907)	(3,569,947)	(3,186,959)
<b>Lãi/ lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối</b>	<b>42,806,577</b>	<b>15,127,753</b>	<b>27,678,830</b>
<b>Lãi / lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh</b>	<b>(458,682,205)</b>	<b>(180,065,542)</b>	<b>(278,616,663)</b>
<b>Lãi/ lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Thu nhập cổ tức</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Lãi/ lỗ thuần từ hoạt động khác</b>	<b>1,272,365,942</b>	<b>139,969,819</b>	<b>1,132,396,124</b>
1. Thu nhập từ hoạt động khác	1,281,216,325	146,043,289	1,135,173,036
2. Chi phí hoạt động khác	(8,850,383)	(6,073,471)	(2,776,912)
<b>Thu nhập từ vốn góp mua cổ phần</b>	<b>80,797,627</b>	<b>25,944,806</b>	<b>54,852,820</b>
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>(144,107,819)</b>	<b>(56,020,914)</b>	<b>(88,086,905)</b>
1. Lương và các chi phí nhân viên khác			
2. Chi phí khấu hao			
3. Chi phí quản lý chung			
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>858,913,424</b>	<b>52,310,671</b>	<b>806,602,759</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(407,574,666)	(26,927,699)	(380,646,968)
Chi phí dự phòng rủi ro cho cam kết ngoại bảng		-	-
Dự phòng cho các khoản đầu tư góp vốn		-	-
Hoàn nhập dự phòng rủi ro tín dụng		-	-
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>451,338,758</b>	<b>25,382,973</b>	<b>425,955,791</b>
Thuế TNDN	(93,922,836)		(93,922,836)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>357,415,922</b>	<b>25,382,973</b>	<b>332,032,955</b>

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>	<b>2008</b>	<b>2009Q1</b>	<b>2009Q2</b>
Tiền mặt và các khoản tương đương tiền	6,397,285	3,349,078	5,773,548
Tiền gửi tại NHNN Việt Nam	11,549,984	4,538,385	6,233,007
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	13,517,595,840	15,144,072,180	15,132,123,369
Các công cụ tài chính phái sinh và các TSTC khác	-	-	-
Cho vay khách hàng	17,208,744,406	15,243,252,782	18,927,654,636
Chứng khoán kinh doanh	36,848,618	33,727,221	62,591,217
Chứng khoán đầu tư	592,228,863	603,250,170	718,817,526
Góp vốn, đầu tư dài hạn	871,606,078	897,234,966	1,030,772,540
Tài sản cố định	68,578,810	66,086,107	63,028,913
Bất động sản đầu tư	-	-	-
Tài sản có khác	12,790,549,506	15,056,936,262	16,414,144,535
<b>Tổng tài sản sinh lời</b>	<b>30,737,890,231</b>	<b>30,391,863,347</b>	<b>34,066,011,012</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>45,104,099,392</b>	<b>47,052,447,150</b>	<b>52,361,139,291</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>38,998,233,096</b>	<b>37,927,398,486</b>	<b>45,925,728,416</b>
Các khoản nợ chính phủ và NHNN	-	-	-
Tiền gửi và vay các TCTD khác	5,408,884,779	7,971,839,779	12,233,152,479
Tiền gửi của khách hàng	209,266,984	221,056,410	189,977,448
Các công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	-	-	-
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay các TCTD chịu rủi ro	22,207,958,811	21,620,952,702	21,949,514,381
Phát hành giấy tờ có giá/ Chứng chỉ tiền gửi	3,609,484,815	3,607,757,230	2,934,651,859
Các khoản nợ khác	7,562,637,708	4,505,792,365	8,618,432,248
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>6,105,866,295</b>	<b>6,125,048,664</b>	<b>6,435,410,875</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6,105,470,523</b>	<b>6,130,853,490</b>	<b>6,462,886,445</b>
<b>Lợi nhuận chưa phân phối</b>	<b>49,866,338</b>	<b>75,249,305</b>	<b>407,282,260</b>
<b>Các quỹ</b>	<b>395,772</b>	<b>(5,804,826)</b>	<b>(27,475,569)</b>
<b>Tổng nguồn vốn huy động</b>	<b>31,435,595,389</b>	<b>33,421,606,121</b>	<b>37,307,296,167</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>45,104,099,392</b>	<b>44,052,447,150</b>	<b>52,361,139,291</b>

---

**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 NGHIÊN CỨU VÀ ĐẦU TƯ**

***Trưởng phòng Phân tích và Đầu tư***

TS Phạm Thị Vân Hà	haptv@tvs.com.vn
--------------------	------------------

***Chuyên viên phân tích***

Trương Trần Dũng	dungtt@tvs.com.vn
Phạm Việt Hùng	hungpv@tvs.com.vn
Võ Lan Phương	phuongvl@tvs.com.vn
Nguyễn Thị Bích	bichnt@tvs.com.vn
<b>Vũ Thị Oanh</b>	<b>oanh@tvs.com.vn</b>
Lê Thùy Ngọc Khanh	khanhltn@tvs.com.vn
Lưu Thi Hương	huonglt@tvs.com.vn