

Ngành Tài chính
Mã ngành ICB 8770
Tháng 06 năm 2012

S.S

S

N

B

S.B

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ



PVFC

Finance Group

Diễn biến giá cổ phiếu



Đồ thị vẽ theo giá điều chỉnh đv KLg: 10,000cp

Thông tin chung

CPLH hiện tại (triệu cp)	600
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	7,380
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	6,960
Sở hữu nước ngoài (%)	15.14%
EPS điều chỉnh_TTM (đ)	860
Giá giao dịch hiện tại (đ/cp)	11.700
KLTB 10 ngày (cp)	1,233,271
Giá thấp nhất 52 tuần (đ)	6,000
Giá cao nhất 52 tuần (đ)	19,800

Định hướng trở thành NHTM. Trong chiến lược PVFC nêu rõ mục tiêu của Công ty: “Là định chế tài chính của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam và là Ngân hàng thương mại mạnh trong lĩnh vực Năng lượng của Khu vực, tạo lập thương hiệu có uy tín trên thị trường trong nước và thế giới.” Hiện vẫn chưa rõ hình thức chuyển đổi của PVFC trở thành NHTM. Trước mắt PVFC sẽ phát hành trái phiếu chuyển đổi 3.000 tỷ, dự kiến đến 2013 sẽ chuyển đổi để nâng vốn chủ lên 9,000 tỷ đồng.

Lợi thế quản lý dòng tiền của các thành viên của PVN. Tập đoàn dầu khí Việt Nam PVN, là cổ đông lớn nhất chiếm 78% Vốn điều lệ của PVFC. Hơn 42,000 tỷ đồng chiếm 45% tổng tài sản của PVFC là vốn vay và nhận ủy thác từ PVN và các công ty liên quan. Dù vậy, PVN cũng khẳng định sẽ thoái vốn tại PVFC về 20% theo lộ trình tái cơ cấu các lĩnh vực ngoài ngành kinh doanh chính của tập đoàn.

Trong ngắn hạn lợi nhuận của PVFC khó có thể có đột biến. PVFC đang trong quá trình tái cơ cấu hoạt động để hướng về mô hình NHTM, tuy nhiên lại chưa có những lợi thế hoạt động giống NHTM. Hoạt động huy động và tín dụng tập trung vào nhóm khách hàng dầu khí. Hoạt động đầu tư còn tiềm ẩn nhiều rủi ro.

PVFC trong tầm ngắm của nhà đầu tư nước ngoài (?). Hiện nhà đầu tư nước ngoài đang sở hữu khoảng 13,58% VDL của PVFC, trong đó Morgan Stanley sở hữu 10% và là cổ đông chiến lược của PVFC. PVF là cổ phiếu đáng chú ý, (i) nằm trong top vốn hóa lớn nhất của Vnindex, và (ii) trong ngành tài chính ngân hàng, với (iii) room nước ngoài vẫn khá lớn. Cùng với việc PVN sẽ phải thoái dần vốn đầu tư tại PVFC, giảm tỷ lệ sở hữu từ 78% về 20%. Cổ phiếu PVF có thể sẽ được nhiều sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài và các nhà đầu tư tổ chức.

Chỉ tiêu cơ bản	2008	2009	2010	2011
Tổng tài sản (tỷ đ)	45,104	64,745	67,033	89,391
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	6,106	6,613	6,743	6,835
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	50	568	464	472
ROE (%)	0.82%	8.59%	6.88%	6.90%
ROA (%)	0.11%	0.88%	0.69%	0.53%
EPS* (đ)	100	1,137	927	787
Book Value	12,212	13,225	13,486	11,391

(Nguồn: CTCP Tài chính dầu khí - PVFC)

Mọi chi tiết xin liên hệ:

Trụ sở: Công ty CP Chứng Khoán BIDV, Tầng 11, Tháp BIDV, 35 Hàng Vôi, Hà Nội
T: (04) 2220 0668 F: (04) 2220 0669
E: info@bsc.com.vn

Chi nhánh: Lầu 9, 146 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh
T: (08) 3821 8508
F: (08) 3821 8510

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

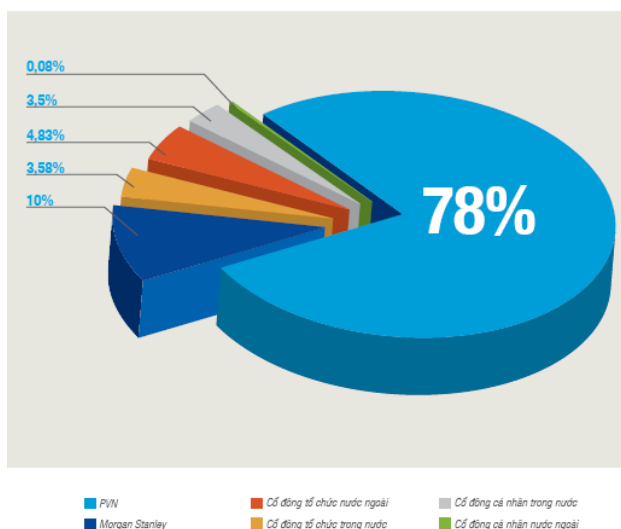
Thông tin cơ bản

Giới thiệu chung	
Tên công ty:	Tổng Công ty Tài Chính Cổ phần Dầu khí Việt Nam
Tên giao dịch:	Tổng Công ty Tài Chính Cổ phần Dầu khí Việt Nam
Tên viết tắt:	PVF
Địa chỉ:	22 Ngô Quyền, phường Trảng Tiền, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel:	84-(4) 394 268 00 Fax: 84-(4) 394 267 96/97
Fax:	84-(4) 394 267 96/97
Website:	http://www.pvfc.com.vn
Vốn điều lệ:	600,000,000
Lĩnh vực hoạt động	Huy động vốn Hoạt động tín dụng Mở tài khoản và dịch vụ ngân quỹ Các hoạt động khác theo quy định của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.
Ngành nghề kinh doanh chính	

Lịch sử hình thành và Quá trình tăng vốn điều lệ

Thời gian	Sự kiện
2000	Thành lập Công ty;
2004	Tăng vốn điều lệ lên 300 tỷ đồng;
2006	Tăng vốn điều lệ lên 1.000 tỷ đồng;
2007	Tăng vốn điều lệ lên 3.000 tỷ đồng;
2008	Tăng vốn điều lệ lên 5.000 tỷ đồng, Morgan Stanley chính thức là cổ đông chiến lược của PVFC; niêm yết cổ phiếu trên sàn HoSe với mã PVF;
2011	Tăng vốn điều lệ lên 6.000 tỷ đồng

BIỂU ĐỒ % TỈ LỆ CỔ ĐÔNG



Danh sách cổ đông lớn (trên 5% vốn điều lệ) đến 2011

TT	Tên	Số CP	% Vốn
1.	Tập Đoàn Dầu khí Việt Nam	468,000,000	78%
2.	Morgan Stanley International Holding Inc.	60,000,000	10%
3.	PVFC Invest	22,811,191	3.8%
4.	Khác	49,188,809	8.2%
Tổng Cộng		600,000,000	100%

Danh sách cơ cấu cổ đông đến 12/2009

TT	Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)
1	Cổ đông PVN	468,000,000	78.00%
2	Morgan Stanly	60,000,000	10.00%
3	Cổ đông Tổ chức		
	- Trong nước	21,500,000	3.58%
	- Ngoài nước	29,000,000	4.83%
3	Cổ đông cá nhân		
	- Trong nước	21,000,000	3.5%
	- Nước ngoài	500,000	0.08%
Tổng cộng			100%

Danh sách các công ty con

TT	Các công ty con	Số cổ phần	Tỷ lệ sở hữu
1	CTCP DL biển Mỹ Khê	210 tỷ	100%
2	PVFC Capital	51 tỷ	47%*
3	PSI	194 tỷ	27%**

(* &**) hai công ty này PVFC không sở hữu tỷ lệ trên 50%, nhưng quyền biểu quyết trong HĐQT cao hơn 50% nên vẫn được phân loại là công ty con.

Danh sách các công ty liên kết

TT	Các công ty liên kết	Vốn đầu tư	Tỷ lệ sở hữu
1	CTCP đầu tư và Kinh doanh TS VN	210 tỷ	41.15%
2	CTCP Du lịch Dầu khí Sapa	33 tỷ	33%
3	CTCP Công nghiệp khoáng chất DMC	15 tỷ	30%

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA PVFC TƯƠNG QUAN VỚI NHTM

Sáu tập đoàn đang sở hữu các CTTC là CTTC Bưu điện thuộc VNPT, CTTC Tàu thủy thuộc Vinashin, CTTC Dệt may thuộc Vinatex, CTTC Cao su thuộc Tập đoàn Cao su, CTTC Dầu khí thuộc PVN và mới nhất là CTTC chính thuộc Tập đoàn Than - khoáng sản Việt Nam.

Tổng Công ty Tài Chính Cổ phần Dầu khí Việt Nam (PVFC) là công ty tài chính, thuộc loại hình tổ chức tín dụng phi ngân hàng. Hiện có 18 CTTC đang hoạt động, trong đó có 6 công ty tài chính 100% vốn nước ngoài, 4 công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do TĐ, TCT nhà nước là chủ sở hữu và 8 công ty cổ phần có các cổ đông là TĐ, TCT nhà nước chiếm tỷ lệ trên 25%. Xét về quy mô tổng tài sản, vốn chủ thì PVFC đang là công ty tài chính lớn nhất.

PVFC định hướng trở thành NHTM. Hiện tại hoạt động của PVFC có nhiều điểm tương đồng với NHTM, hơn nữa công ty có định hướng và lộ trình chuyển đổi thành NHTM từ 2012-2015. Công ty cũng đang có nhiều chính sách đẩy mạnh hoạt động theo hướng của NHTM từ năm 2010 đến nay. Do đó, có thể phân tích PVFC trong tương quan với ngành ngân hàng để đánh giá được vị trí và tiềm năng của công ty này trong ngành Ngân hàng trong tương lai. Các mảng được đánh giá để so sánh gồm

- (i) Quy mô tổng tài sản, vốn chủ;
- (ii) Huy động vốn và hoạt động tín dụng;
- (iii) Hiệu quả hoạt động kinh doanh

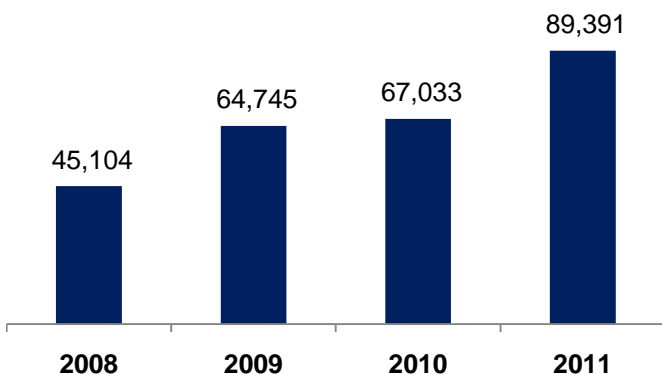
1. Quy mô tổng tài sản và vốn chủ

Tổng tài sản tăng trưởng khá nhanh nhưng vốn chủ tăng chậm.

Quy mô Tổng tài sản tăng nhanh. Đến 2011, quy mô tổng tài sản của PVFC đạt hơn 89 nghìn tỷ đồng, tăng 98% so với năm 2008;. Mặc dù có tốc độ tăng trưởng nhanh 2008-2011, tuy nhiên xét về quy mô tổng tài sản, PVFC ở mức nhỉnh hơn so với đa số các NHTM có quy mô trung bình, nhưng vẫn còn khoảng cách xa với nhóm NHTM lớn.

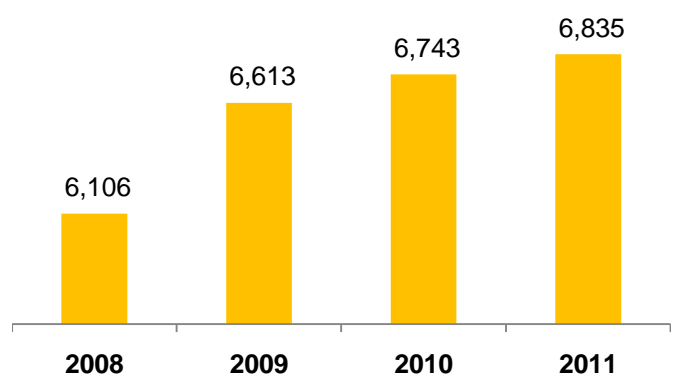
Quy mô vốn chủ tăng chậm. Quy mô vốn chủ của PVFC 2008-2011 chỉ tăng khoảng 11%, và đang đạt 6,835 tỷ đồng. Xét về quy mô vốn chủ sở hữu PVFC cũng đang tương đương với nhóm các NHTM trung bình. Trong giai đoạn 2008-2011, đa số các NHTM đều có vốn chủ tăng mạnh thông qua cách phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hoặc phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược.

Tăng trưởng Tổng tài sản PVFC 2008-2011



Nguồn: BCTC PVF

Tăng trưởng Vốn chủ PVFC 2008-2011



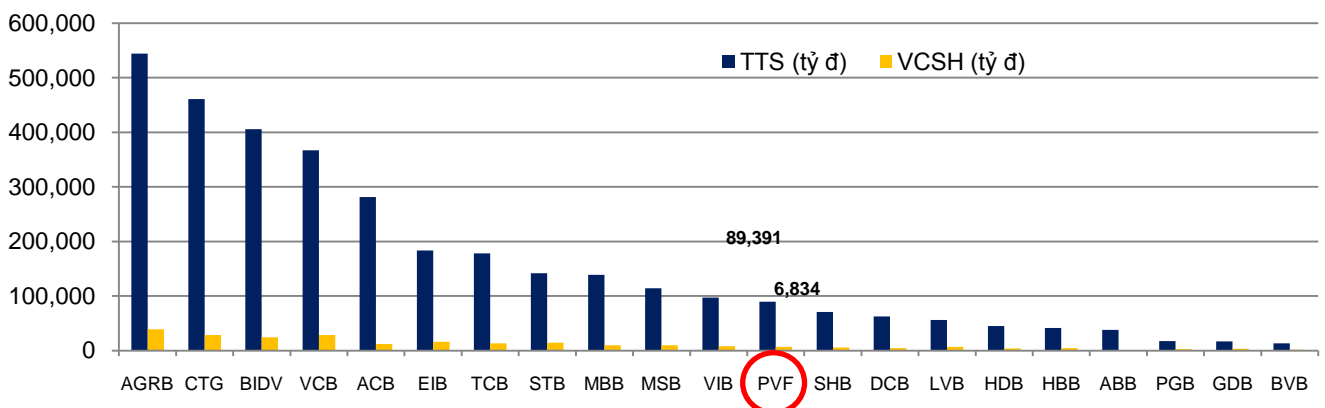
Nguồn: BCTC PVF

So sánh với hệ thống NHTM tại Việt Nam, với quy mô tổng tài sản và vốn chủ hiện tại, PVFC được xếp thấp hơn so với các NHTM đứng đầu, và

tương đương với nhóm NHTM quy mô trung bình. Nhóm NHTM đứng đầu có tổng tài sản trên 100,000 tỷ đồng và vốn chủ trên 9,000 tỷ đồng. Nhóm NHTM trung bình có tổng tài sản trong khoảng 45.000-100.000 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu trong khoảng 4.500-9.000 tỷ đồng.

Theo kế hoạch 2012, PVFC sẽ phát hành trái phiếu chuyển đổi với tổng mệnh giá là 3,000 tỷ, nhằm mục tiêu tăng vốn điều lệ lên 9,000 tỷ vào năm 2013. Nếu PVFC phát hành và chuyển đổi thành công, xét trên quy mô vốn điều lệ mới, PVFC sẽ nằm cùng nhóm các NHTM lớn.

So sánh quy mô vốn chủ và tổng tài sản của pvfc và các NHTM 2011

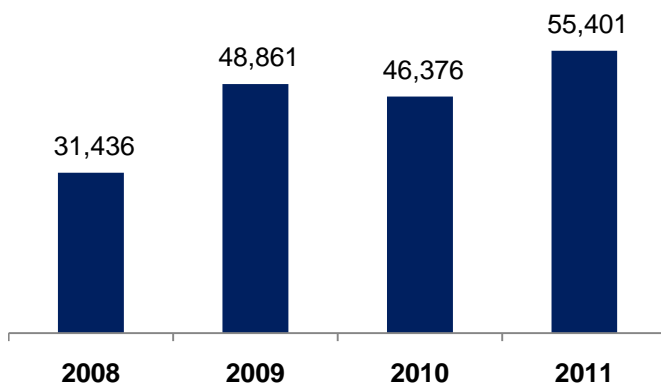


Nguồn: Tổng hợp BCTC các NHTM

2. Huy động vốn và hoạt động tín dụng

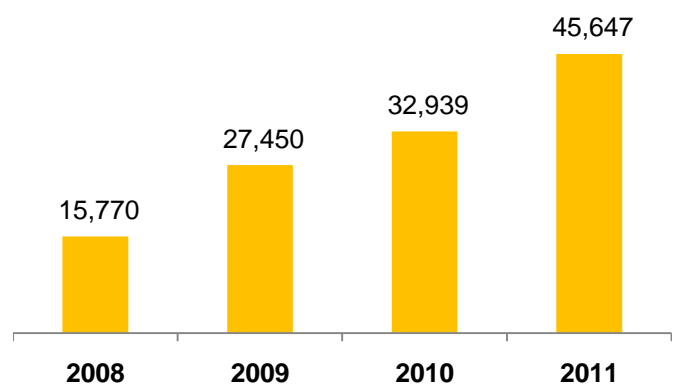
Huy động vốn, tín dụng tăng nhanh nhưng ở quy mô nhỏ so với NHTM.

Tăng trưởng Vốn Huy động PVFC 2008-2011



Nguồn: BCTC PVF

Tăng trưởng Tín dụng PVFC 2008-2011



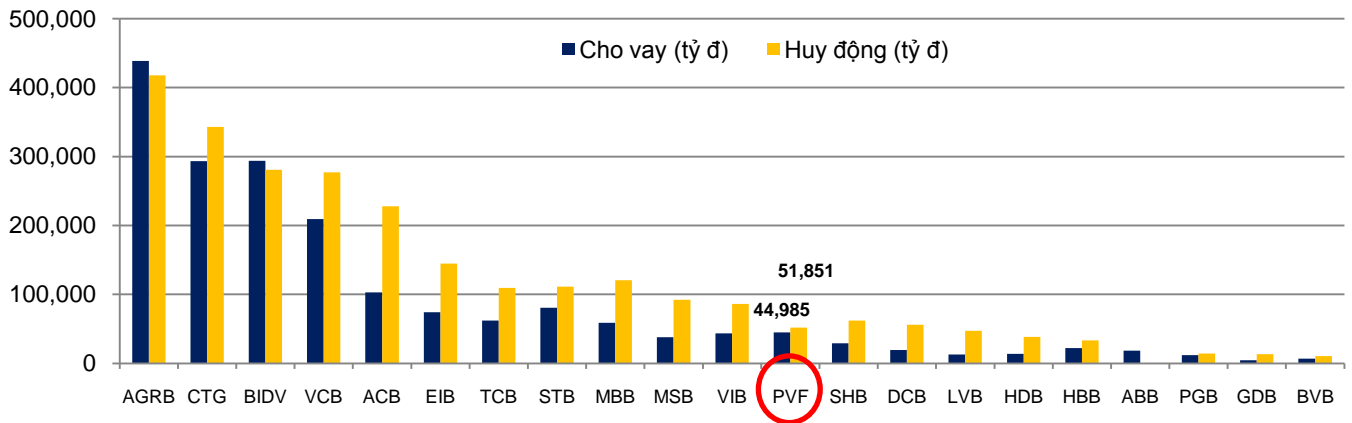
Nguồn: BCTC PVF

Hoạt động tín dụng được đẩy mạnh. Quy mô hoạt động tín dụng của PVFC tăng lên nhanh chóng từ 2008-2011, với tốc độ gần 200% trong 3 năm đạt 45,647 tỷ đồng vào cuối năm 2011. Về tỷ trọng, tín dụng so với Tổng Tài sản của PVFC hiện tại là khoảng 51%, cũng là mức khá tương đồng với các NHTM. Hoạt động tín dụng đang được chú trọng, trở thành hoạt động kinh doanh chính của PVFC, đây là một trong những động thái của PVFC trong định hướng chiến lược chuyển đổi dần sang hoạt động của một NHTM.

So sánh với hệ thống NHTM tại Việt Nam, với quy mô cho vay và huy động hiện tại, PVFC được xếp tương đương với nhóm NHTM quy mô trung bình.

Các hạn chế về huy động vốn, dịch vụ thanh toán cũng là điểm bất lợi lớn của CTTC như PVFC so với các NHTM, về cả quy mô và chi phí vốn. Riêng phần huy động vốn của khách hàng của PVFC khá thấp chỉ tương đương với các NHTM quy mô nhỏ. Tuy nhiên PVFC được bù đắp bởi phần ủy thác (chủ yếu vốn của PVN) khá lớn.

So sánh quy mô Cho vay và huy động của pvfc và các NHTM 2011



Nguồn: Tổng hợp BCTC các NHTM

3. Hiệu quả hoạt động kinh doanh

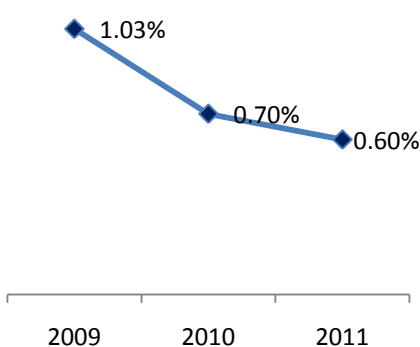
Hiệu quả hoạt động kinh doanh của PVFC thể hiện qua 3 chỉ tiêu ROAA, ROAE, NIM thấp hơn nhiều so với bình quân của các NHTM.

ROAA của PVF giảm dần từ 2008-2011, từ mức 1,03% về 0,6%. Tỷ lệ lợi nhuận trên TTS bình quân của PVF khá thấp so với mức chung của các NHTM. Đa số các NHTM lớn đều có ROAA giao động từ 1-2%, trong khi các NHTM nhỏ có ROAA thấp hơn 1%.

ROAE của PVF giảm dần và ở mức thấp, đạt 6,95% năm 2011. So với mức ROAE của nhóm NHTM lớn giao động từ 15-29% thì khả năng tạo lợi nhuận trên vốn chủ của PVF đang khá thấp.

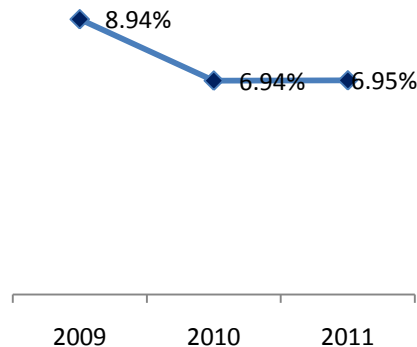
NIM của PVF rất thấp. Chỉ tiêu NIM tạm tính của PVF chỉ đạt 0,16%, thấp hơn nhiều so với các NHTM. Đa số NHTM đều có NIM từ 3-4%

Tỷ lệ ROAA 2008 - 2011



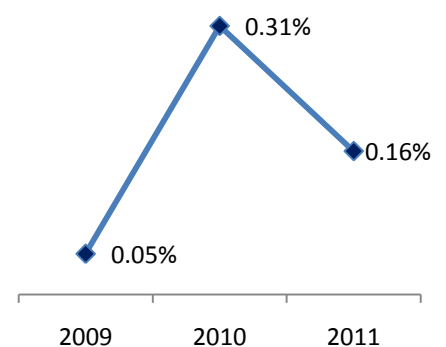
Nguồn: BCTC PVF

Tỷ lệ ROAE 2008 - 2011



Nguồn: BCTC PVF

Tỷ lệ NIM 2008 - 2011

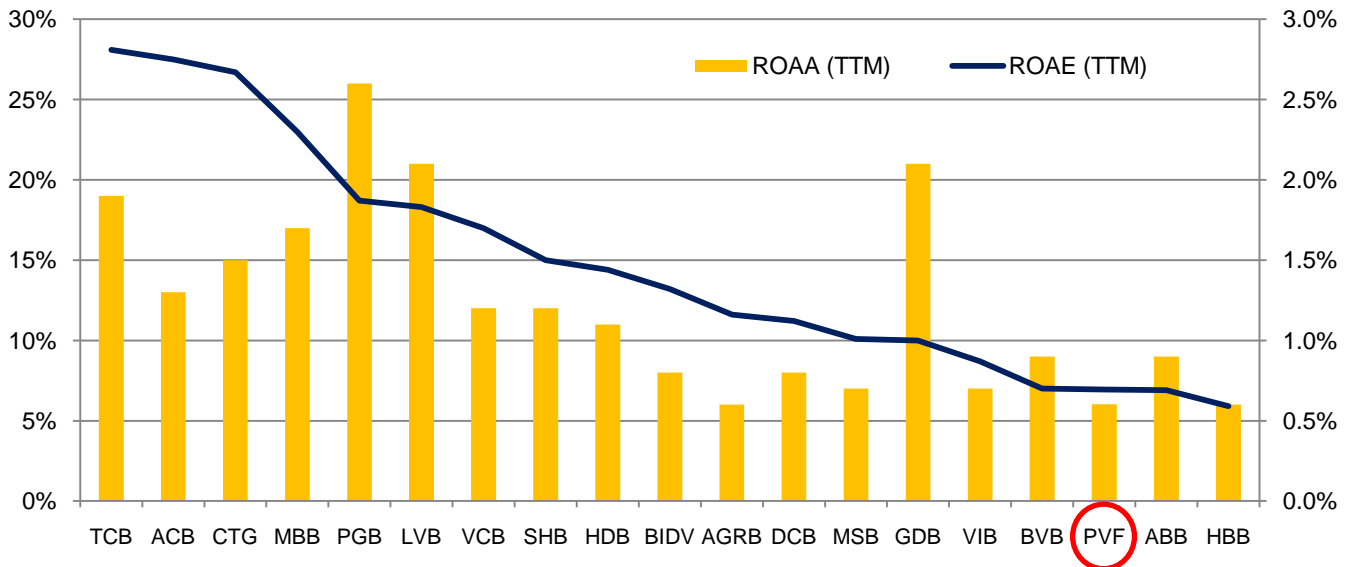


Nguồn: BCTC PVF

Hiệu quả kinh doanh. Xét về quy mô tài sản, vốn chủ và quy mô hoạt động huy động, cho vay, PVFC đang có vị trí tương đương với các ngân

hàng có quy mô trung bình tại thị trường Việt Nam. Tuy nhiên nếu đánh giá các chỉ tiêu hiệu quả kinh doanh, thì PVFC kém khá xa các NHTM, lợi nhuận sau thuế của công ty thường xuyên ở mức 450-550 tỷ trong 3 năm liên tiếp từ 2009-2011. Dẫn đến các chỉ tiêu ROAE, ROAA của PVFC đều thấp hơn nhiều so với mặt bằng chung của các NHTM, thậm chí là đang kém hiệu quả hơn các NHTM có quy mô nhỏ hơn PVFC.

So sánh hiệu quả (ROAA và ROAE) của pvfc và các NHTM 2011



Nguồn: Tổng hợp BCTC các NHTM

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA PVFC

Là một công ty tài chính, hoạt động kinh doanh của PVFC bao gồm Huy động vốn, Hoạt động tín dụng, đầu tư, cung cấp dịch vụ tài chính khác,... Để đánh giá thực trạng hoạt động, tiềm năng và rủi ro của PVFC, Báo cáo sẽ phân tích cụ thể về từng mảng hoạt động kinh doanh chính của công ty.

1. Hoạt động tín dụng

Hoạt động tín dụng là hoạt động quan trọng, đem lại trên 53% doanh thu và đóng góp trên 50% lợi nhuận cho PVF trong năm 2011. Đây cũng là mảng hoạt động quan trọng mà PVFC sẽ đẩy mạnh trong thời gian tới, theo chiến lược chuyển đổi thành một NHTM.

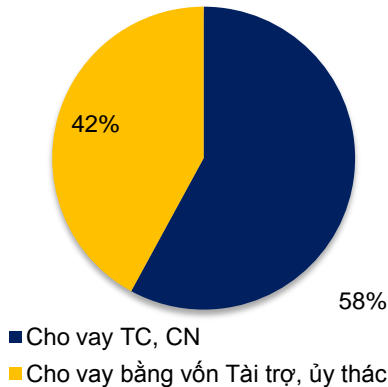
Tuy nhiên đặc trưng hiện tại là công ty tài chính của tập đoàn Dầu khí Việt Nam, nên hoạt động tín dụng của PVFC cũng có sự khác biệt với đa số các NHTM. Thể hiện qua cơ cấu của các khoản cho vay:

- Về hình thức. Đa số các NHTM tập trung tín dụng cho vay các tổ chức và cá nhân, trong khi đó 42% tín dụng của PVFC là cho vay bằng vốn tài trợ và ủy thác (của PVN) cho các khách hàng là công ty trong tập đoàn PVN. Một phần trong số vốn này là cho vay có chỉ định và không chịu rủi ro.
- Về kỳ hạn. Đa số các NHTM tập trung cho vay ngắn hạn, thường chiếm đến trên 60% tín dụng, nợ trung và dài hạn thường có tỷ trọng nhỏ. Ngược lại thì quy mô cho vay ngắn hạn của PVFC chỉ chiếm 45% tổng cho vay, tuy nhiên cũng đã cải thiện khá nhiều so với năm 2010 là 32%. PVFC cũng ít cho vay trung hạn, mà chủ yếu là cho vay dài

hạn lên đến 43%.

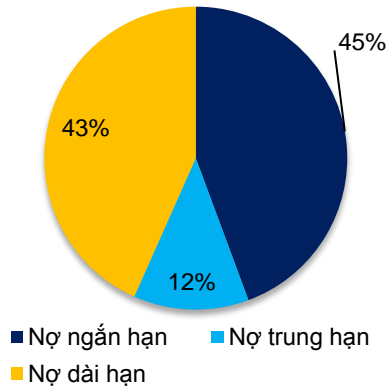
- Về đồng tiền. Có tới 31% các khoản cho vay của PVFC là bằng ngoại tệ.

Cơ cấu cho vay theo hình thức



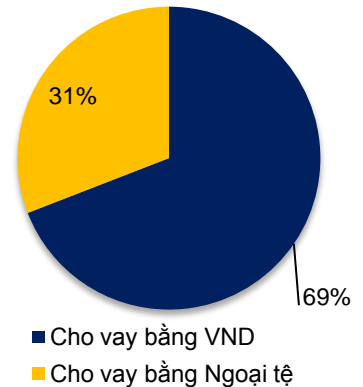
Nguồn: BCTC PVF

Cơ cấu cho vay theo kỳ hạn



Nguồn: BCTC PVF

Cơ cấu cho vay theo đồng tiền



Nguồn: BCTC PVF

Đánh giá chất lượng hoạt động tín dụng. Khác với các NHTM chủ yếu cho vay kỳ hạn ngắn, đối tượng khách hàng đa dạng cá nhân, tổ chức kinh tế, ngành nghề,... PVFC chủ yếu cho vay kỳ hạn dài, tập trung vào các khách hàng lớn. Do vậy tính chất rủi ro tín dụng của PVFC cũng khác so với các NHTM cùng cung cấp dịch vụ tín dụng.

Khách hàng tập trung. Khách hàng chủ yếu của PVFC là các công ty con thuộc PVN, số dư cho vay các công ty có liên quan này đến 31/12/2011 là khoảng 20,900 tỷ đồng chiếm 46,45% tổng dư nợ của PVFC.

Tăng trưởng tín dụng. 31/12/2011, tổng dư nợ tín dụng của PVFC tăng trưởng so với cùng kỳ năm 2010 là 34%, rất cao so với quy mô hoạt động của PVFC và so với hệ thống NHTM cùng thời kỳ. Tuy nhiên đáng lưu ý trong đó tăng trưởng tín dụng từ nguồn nhận ủy thác PVFC không chịu rủi ro là 121%. Cho vay phi sản xuất của PVFC cũng giảm mạnh từ 13% xuống 7% tổng dư nợ trong năm 2010-2011.

Tỷ lệ nợ xấu. Tính đến hết 31/12/2011, Tỷ lệ nợ xấu của PVFC (NPL) ở mức 2,29% thấp hơn mức trung bình ước tính của hệ thống NHTM công bố chính thức là 3,3%, và thấp hơn so với một số ngân hàng lớn, Tỷ lệ trích lập với nợ xấu của PVFC là 64% khá cao. Với NPL và tỷ lệ trích lập dự phòng như vậy PVFC nằm giữa nhóm các NHTM lớn và trung bình. Các NHTM thuộc nhóm trung bình có NPL cao trên 2%, cá biệt có những ngân hàng NPL xấp xỉ 5%, và tỷ lệ trích lập dự phòng từ 15,8%-73%.

Nợ xấu tiềm ẩn chưa trích lập đầy đủ. Đáng lưu ý là PVFC có một số khoản cho vay các công ty con của **Vinashin và Vinaline**, với tồn số dư là **2,888 tỷ đồng** (theo tỷ giá cuối năm 2011) chiếm 6% tổng dư nợ. PVFC chưa trích lập dự phòng bổ sung các khoản cho vay này.

2. Nguồn vốn huy động

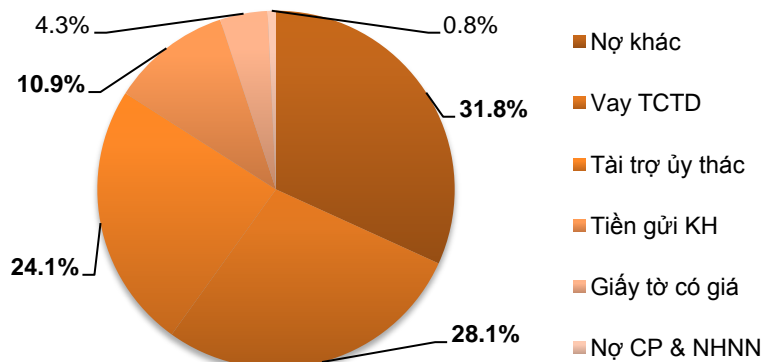
Huy động vốn là mảng hoạt động quan trọng đối với PVFC cũng như với mọi tổ chức tín dụng. PVFC tiếp tục định hướng đa dạng hóa nguồn vốn huy động, giảm rủi ro. Tuy vậy do các quy định về huy động của CTTC nhiều hạn chế hơn, nên PVFC không có lợi thế so với các NHTM trong huy

động vốn. PVFC cũng đã cải thiện được các chỉ tiêu an toàn theo quy định của NHNN, Chỉ số tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu đạt 10,33% (cao hơn quy định 9%), tỷ lệ nguồn ngắn hạn sử dụng cho vay dài hạn 23% (thấp hơn quy định là 30%).

Cơ cấu nguồn vốn nợ của PVFC có nhiều khác biệt so với NHTM.

Đóng góp lớn nhất trong nguồn vốn nợ của PVFC là Nợ khác (31,8%), nợ vay TCTD khác (28.1%), Tài trợ ủy thác (24.1%) và tiền gửi khách hàng (10.9%). Trong đó đáng lưu ý nhất là phần nợ khác, tài trợ ủy thác và tiền gửi khách hàng.

Cơ cấu nguồn vốn huy động của PVFC 2011



Nguồn: BCTC PVF

Về tiền gửi khách hàng. Trong khi đa số các NHTM thì tiền gửi của khách hàng đóng góp phần lớn trong nguồn vốn của NHTM (từ 45-65%), thì tại PVFC nguồn vốn này chỉ đóng góp 10,9% tổng vốn nợ. Nguyên nhân do PVFC có nhiều hạn chế về khả năng huy động vốn như quy định không được nhận tiền gửi không kỳ hạn, hệ thống chi nhánh, phòng giao dịch ít (15 chi nhánh và phòng giao dịch),... Để chuyển mô hình kinh doanh theo NHTM, PVFC sẽ phải đẩy mạnh hơn khả năng huy động vốn từ tiền gửi của khách hàng.

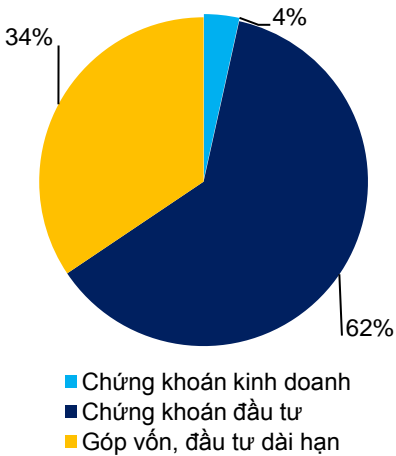
Về Nợ khác. Thông thường tỷ trọng các khoản nợ khác trong tổng vốn nợ của các NHTM chỉ dưới 10%, và không phải có đóng góp đáng kể vào nguồn vốn của NHTM. Tuy nhiên tại PVFC, đây lại là nguồn vốn nợ lớn nhất, có quy mô 26,112 tỷ, tăng gấp đôi so với năm 2010. Trong đó đáng lưu ý là có tới 18,769 tỷ là khoản phải trả nội bộ (tương đương với 22,8% tổng vốn nợ). Khoản này về thực chất là khoản PVFC nhận ủy thác từ các thành viên của PVN để cho vay chỉ định các tổ chức kinh tế trong ngành. Khoản nợ khác này về bản chất không khác nhiều so với phần tài trợ ủy thác, tuy nhiên khác biệt về mức chịu rủi ro.

Về vốn tài trợ ủy thác. Đối với đa số các NHTM, vốn tài trợ và ủy thác chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong nguồn vốn nợ, và tại nhiều NHTM số dư vốn tài trợ ủy thác năm 2011 bằng không. Đối với PVFC, đây lại là nguồn lớn thứ ba trong cơ cấu vốn nợ của công ty này trong năm 2011. Trong đó nguồn vốn được phân loại thành ủy thác đầu tư có chỉ định (5,858 tỷ) và ủy thác quản lý vốn (13,953 tỷ đồng).

3. Hoạt động đầu tư

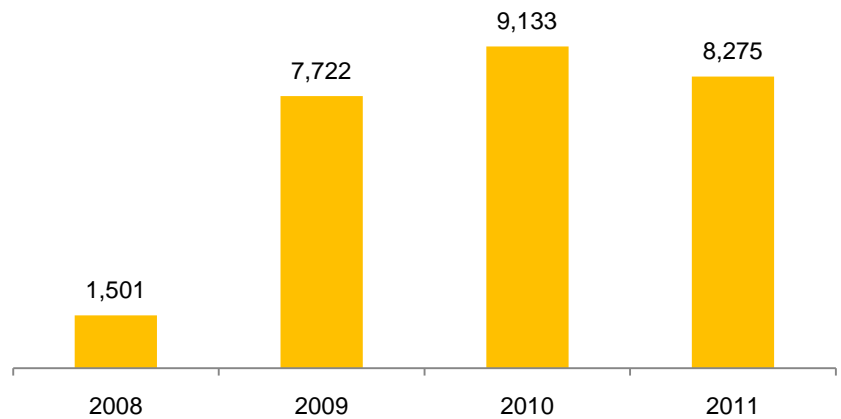
Theo định hướng giảm dần hoạt động đầu tư của PVFC để tập trung cho các hoạt động tín dụng và dịch vụ khác. Hoạt động đầu tư hiện tại đã giảm dần cả về quy mô và tỷ trọng, và chiếm khoảng 9% trong cơ cấu tổng tài sản của PVFC, giảm từ mức 13% tổng tài sản năm 2010. Tuy tỷ trọng giảm, nhưng hoạt động đầu tư vẫn có ảnh hưởng lớn tới kết quả kinh doanh của PVFC do tiềm ẩn nhiều rủi ro. Chiếm phần lớn trong danh mục đầu tư của PVFC là **chứng khoán đầu tư (62%)** và **góp vốn đầu tư dài hạn (34%)**.

Cơ cấu hoạt động đầu tư 2011



Nguồn: BCTC PVF

Quy mô hoạt động đầu tư



Nguồn: BCTC PVF

**Danh sách các cổ phiếu niêm yết PVFC sở hữu tham khảo tại phụ lục của báo cáo này.*

xét trong ngắn hạn, rủi ro từ việc trích lập thêm từ hoạt động góp vốn đầu tư dài hạn là không nhiều. Lỗ từ trích lập dự phòng rủi ro và từ thanh lý khoản đầu tư nếu có, trong ngắn hạn sẽ đến từ chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư.

Chứng khoán Đầu tư. Đến 31/12/2011, số dư chứng khoán đầu tư của PVFC là 5,139 tỷ đồng giảm từ 5,636 tỷ đồng cùng kỳ. Trong đó được chia làm hai loại là chứng khoán nợ chiếm 4,065 tỷ đồng (79% tổng CK đầu tư) và chứng khoán vốn 1,074 tỷ đồng. Phần chứng khoán nợ chủ yếu gồm trái phiếu CP, trái phiếu của các tổ chức tín dụng, tổ chức kinh tế. Khoản này được đánh giá có mức độ an toàn khá cao. PVFC Đầu tư 1,382 tỷ đồng vào Chứng khoán vốn, và đã trích lập dự phòng 308 tỷ đồng (tương đương 22,2%). Khoản đầu tư chứng khoán vốn này vẫn tiềm ẩn rủi ro chưa thể đánh giá hết (*).

Góp vốn đầu tư dài hạn. Danh mục đầu tư dài hạn khác của PVFC có tổng giá trị đến 31/12/2011 là 2,838 tỷ đồng. Trong đó 2,302 tỷ đầu tư vào các công ty đã niêm yết và 536 tỷ đầu tư vào công ty OTC. Theo giải thích từ phía PVFC, các khoản góp vốn đầu tư dài hạn được phân loại hoặc: (i) Công ty là cổ đông sáng lập, (ii) Cổ đông chiến lược, (iii) có khả năng chi phối nhất định.

Định hướng hoạt động đầu tư. Định hướng chung của hoạt động đầu tư của PVFC là cơ cấu lại, thoái vốn tối đa, để chuyển dòng vốn sang các hoạt động thu lãi cố định, giảm rủi ro, tăng thanh khoản. Từ năm 2010, đến nay PVFC cũng đã tích cực thoái vốn trực tiếp các khoản đầu tư của mình. Trong dài hạn, theo mục tiêu trở thành NHTM, hoạt động đầu tư trực tiếp của PVFC cũng sẽ phải thu hẹp dần. Kết quả, năm 2011, công ty đã thoái vốn đầu tư tổng cộng khoảng 2,500 tỷ, giảm số khoản đầu tư vào cổ phiếu từ 95 khoản về 63 khoản.

Đánh giá rủi ro. Đối với chứng khoán đầu tư và chứng khoán kinh doanh, PVFC đã trích lập dự phòng với tỷ lệ nhất định. Tuy nhiên đối với

các khoản đầu tư góp vốn dài hạn, dường như PVFC chưa trích lập dự phòng đầy đủ, điển hình là khoản đầu tư vào PPC 2010-2011 đã được chuyển từ Chứng khoán đầu tư sang góp vốn dài hạn và hoàn nhập trích lập năm 2011. Khoản đầu tư dài hạn 2,838 tỷ này vẫn tiềm ẩn rủi ro chưa thể đánh giá hết.

4. Đánh giá Các công ty con, công ty liên kết và công ty liên doanh

Ngoại trừ PSI đã niêm yết, các công ty trên đều chưa niêm yết, do vậy không đủ thông tin để đánh giá giá trị các khoản đầu tư vào các công ty này. Chi tiết về số dư đầu tư, tỷ lệ nắm giữ các công ty trên có tại trang 2 của báo cáo này.

PVFC có 3 công ty con, 3 công ty liên kết và 1 công ty liên doanh.

Đầu tư Công ty con. Tổng giá trị ghi nhận đầu tư vào công ty con của PVFC là 455 tỷ đồng, vào CTCK Dầu khí 194 tỷ, CT Du lịch Mỹ Khê 210 tỷ, và CT Quản lý quỹ Tài chính dầu khí 51 tỷ. Trong đó PVFC đã thanh lý khoản đầu tư vào Mỹ Khê, nhưng không có thông tin thêm về giá trị thanh lý và việc ghi nhận lỗ/lãi. Riêng với khoản đầu tư vào PSI, giá PSI trên thị trường đang là 5,400 đồng/cp, giá trị thị trường của khoản đầu tư của PVFC vào PSI ước tính là khoảng 104 tỷ đồng, giảm 90 tỷ so với giá gốc.

Đầu tư công ty liên kết. Tổng giá trị đầu tư là 245 tỷ đồng, chủ yếu vào CTCP đầu tư và Kinh doanh TS VN 210 tỷ đồng, và công ty dầu khí Sapa. Tuy nhiên đến 31/12/2011, giá trị sở hữu của công ty mẹ trong tài sản CT liên kết chỉ còn 27 tỷ đồng.

Đầu tư công ty liên doanh. PVFC đã thanh lý khoản đầu tư công ty liên doanh vào dự án 19A Cộng Hòa.

5. Đánh giá cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông hiện tại của PVFC như sau: Tập đoàn dầu khí Việt Nam chiếm 78%. Hiện nhà đầu tư nước ngoài đang sở hữu khoảng 13,58% VDL của PVFC, Nhà đầu tư trong nước nắm 7,1% (trong đó một nửa thuộc về các tổ chức trong nước).

Trong 13,58% VDL của PVFC do Nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ, Morgan Stanley sở hữu 10% và là cổ đông chiến lược của PVFC. PVF là cổ phiếu đáng chú ý, (i) nằm trong top vốn hóa lớn nhất của Vnindex, và (ii) trong ngành tài chính ngân hàng, với (iii) room nước ngoài vẫn khá lớn. Cùng với việc PVN sẽ phải thoái dần vốn đầu tư tại PVFC, giảm tỷ lệ sở hữu từ 78% về 20%.

Trước mắt PVFC có kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi 3,000 tỷ, tăng vốn lên 9,000 tỷ trong năm 2012. Nếu PVN không mua trái phiếu chuyển đổi thì sau khi chuyển đổi, PVN sẽ nắm 52% VDL của PVFC. Cổ phiếu PVF có thể sẽ được nhiều sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài và các nhà đầu tư tổ chức trong nước.

ĐÁNH GIÁ RỦI RO

PVFC là công ty tài chính, do vậy có những rủi ro chung giống các tổ chức tín dụng tại Việt Nam, đồng thời cũng có những rủi ro riêng do đặc điểm hoạt động kinh doanh của PVFC.

Rủi ro về lãi suất xảy ra khi có sự chênh lệch về kỳ hạn, tính thanh khoản giữa vốn huy động và việc sử dụng vốn huy động của trong điều kiện lãi suất thị trường thay đổi ngoài dự kiến, điều này dẫn đến khả năng giảm thu nhập so với dự tính.

Rủi ro thanh khoản là khả năng TCTD không thể đáp ứng các nhu cầu

rút tiền thường xuyên hoặc đột xuất của người gửi tiền cũng như không chi trả được kịp thời các nghĩa vụ tài chính khác.

Rủi ro ngoại hối phát sinh khi có sự biến động về tỷ giá ngoại hối trên thị trường đối với các khoản mục tài sản Nợ và tài sản Có bằng ngoại tệ. PVFC có nhiều khoản huy động và cho vay bằng ngoại tệ, do vậy cũng chịu ảnh hưởng từ những biến động về tỷ giá ngoại hối.

Rủi ro tín dụng là loại rủi ro dẫn đến tổn thất tài sản trong trường hợp khách hàng vay vốn/được cấp tín dụng không có khả năng thực hiện một phần hoặc toàn bộ những cam kết nêu tại Hợp đồng tín dụng đã ký. Một phần trong số dư tín dụng của PVFC là chỉ định và ủy thác, do vậy PVFC không chịu rủi ro nào. Phần còn lại được tài trợ bởi nguồn vốn khác nên PVFC phải chịu hoàn toàn rủi ro như các tổ chức tín dụng khác. Mặc dù về mặt các chỉ tiêu an toàn, PVFC đều đang đáp ứng được theo quy định của NHNN, tuy nhiên phải lưu ý rằng đa số các khoản tín dụng của PVFC là cho vay dài hạn, cho vay tập trung các dự án của PVN. Ngoài ra, công ty còn số dư cho vay Vinaline, Vinashine khá lớn.

Rủi ro đầu tư. Khác với đa số các NHTM, danh mục đầu tư của PVFC chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu tài sản của công ty. Và thua lỗ từ hoạt động đầu tư cũng đóng góp phần lớn trong kết quả kinh doanh không mấy tốt của công ty trong những năm gần đây. Danh mục đầu tư lớn, và dàn trải của PVFC vẫn sẽ tiềm ẩn nhiều rủi ro cho công ty trong những năm tới.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU PVFC

PVFC là một công ty tài chính, nhưng có quy mô lớn và đặc thù hoạt động huy động, tín dụng tương đương như các NHTM trung bình. Thêm vào đó, công ty có nhiều hoạt động kinh doanh khác như nhận vốn ủy thác để đầu tư chỉ định hoặc cho vay chỉ định, thu xếp vốn cho các công ty trong ngành dầu khí. Do vậy việc phân tích và định giá PVFC khá phức tạp, không có đầy đủ thông tin để giả định cho phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền. Nhằm đánh giá mức độ hợp lý của giá cổ phiếu PVF trong tương quan với điều kiện thị trường chứng khoán hiện tại, Phương pháp định giá được lựa chọn là so sánh P/E và P/B.

Một số giả định chính:

- PE và PB tham chiếu của PVF được tính theo mức trung vị chỉ tiêu này của các NHTM đang niêm yết tại Việt Nam tại ngày 05/06/2012 (do không có thông tin của công ty tài chính quy mô đủ lớn để so sánh với PVF).
- EPS và Bookvalue chọn để định giá là chỉ tiêu lũy kế 4 quý tại thời điểm 31 tháng 03 năm 2012.

Đánh giá theo phương pháp P/E, giá trị cổ phiếu của PVF khá thấp so với bình quân ngành. Tuy nhiên theo phương pháp p/B – giá trị số sách, thì giá trị của PVF cao hơn so với mức giá giao dịch hiện tại.

Kết quả đánh giá

- Phương pháp so sánh P/E
 - EPS lũy kế tại ngày 31/03/2012 của PVFC là 828 đồng/cp và Hệ số P/E trung vị tại ngày 05/06/2012 là 7.01x -> **Giá hợp lý trên một cổ phần là 5,807 đ/cp**
- Phương pháp so sánh P/B
 - BV tại ngày 31/03/2012 là 11,648 đ/cp và Hệ số P/B trung vị tại ngày

05/06/2012 là 1.38x -> **Giá hợp lý trên một cổ phần là 16,021 đ/cp**

Lợi nhuận của PVFC trong những năm gần đây đều khá thấp dẫn đến EPS thấp, do vậy định giá theo phương pháp P/E không phản ánh đầy đủ kỳ vọng của thị trường vào cổ phiếu này. Chúng tôi cho rằng giá theo Phương pháp P/B sát với mức giá tiềm năng của cổ phiếu PVF hơn.

Nhận định

Mặc dù kết quả kinh doanh hiện tại khá thấp so với quy mô hoạt động, quy mô vốn, tài sản và so với bình quân các NHTM đang niêm yết. PVF vẫn là cổ phiếu đáng chú ý đối với cả các nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư tổ chức vì những lý do sau:

- Chiến lược trở thành NHTM trong giai đoạn từ 2012-2015, hiện tại các hoạt động của PVF đã chuyển dần sang các hoạt động NHTM;
- Phát hành trái phiếu chuyển đổi 3,000 tỷ, tăng vốn lên 9,000 tỷ trong năm 2012. Nếu PVN không mua trái phiếu chuyển đổi thì sau khi chuyển đổi, PVN sẽ nắm 52% VDL của PVFC;
- Là một trong cổ phiếu có vốn hóa lớn nhất, có ảnh hưởng đến thị trường chung và chỉ số nói riêng,
- Room cho nhà đầu tư nước ngoài rất lớn. Hiện nhà đầu tư nước ngoài đang sở hữu khoảng 13,58% VDL của PVFC, trong đó Morgan Stanley sở hữu 10% và là cổ đông chiến lược của PVFC;
- Các yếu tố cơ bản về lợi nhuận, giá trị sổ sách, chất lượng tài sản không quá xấu.

Cần nhắc các yếu tố cơ bản và thị trường, PVF là cổ phiếu có thể xem xét đầu tư, đặc biệt khi thị trường chứng khoán sôi động trở lại, và có những tin tốt về lộ trình chuyển đổi thành NHTM và khả năng phát hành trái phiếu chuyển đổi thành công.

- **Giá mua: 12,000 đồng/cp**
- **Giá bán kỳ vọng: 16,000 đồng/cp**
- **Kỳ đầu tư: 3 tháng**

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

BSC Trụ sở chính

Tầng 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 22200668
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8128885
Fax: 84 8 3 8128510

BSC Phòng Dịch vụ chứng khoán

Tầng 1, Tháp BIDV, 35 Hàng Vôi, Hà Nội
Tel: 84 4 3 9261276/278
Fax: 84 4 39261279

BSC Phòng Giao dịch TP. Hồ Chí Minh

12-14 Nam Kỳ Khởi Nghĩa
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 8214803
Fax: 84 8 8214804

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH NGÀNH

Khuyến cáo sử dụng

Miễn trách chung: Bản báo cáo này của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Xung đột lợi ích: BSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, có thể giao dịch cho chính công ty theo những khuyến nghị đầu tư trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Bản quyền của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)

Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều là trái luật.