

CÔNG TY CỔ PHẦN PVI (PVI)

Báo cáo cập nhật

16/10/2017

Khuyến nghị **KHẢ QUAN**
 Giá mục tiêu (VND) **38.277**
 Upside 18%

Biểu đồ giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND) 32.300
 Số lượng CP lưu hành (triệu CP) 234
 Vốn hóa thị trường (tỷ đồng) 7.298
 Giá cao nhất 52 tuần 32.800
 Giá thấp nhất 52 tuần 22.700
 KLGDBQ 156.209
 FOL 100%
 % sở hữu nước ngoài 43,9

Liên hệ

Senior Analyst
 Dương Đức Hiếu
 hieu.duongduc@mbs.com.vn

Triển vọng từ các dự án BĐS và gia tăng sở hữu của cổ đông nước ngoài

- Việc khai thác các dự án BĐS đóng góp lợi nhuận đáng kể trong KQKD 2017-2018. Lợi nhuận năm 2018 dự báo tăng trưởng khả quan nhờ dự án Embassy Garden.
- Triển vọng từ việc nới room cho cổ đông chiến lược.
- Hoạt động bảo hiểm duy trì ổn định với mũi nhọn là mảng bảo hiểm tài sản – thiệt hại.
- Định giá rẻ so với các doanh nghiệp trong ngành.

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Tỷ đồng	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu thuần	7.248	6.528	7.038	7.651
Lợi nhuận sau thuế	601	540	486	737
Tăng trưởng (%)	115%	-10%	-10%	52%
EPS pha loãng (VND)	2.548	2.232	2.076	3.146
Cổ tức (%)	20%	20%	20%	20%

Nguồn: MBS ước tính

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi đánh giá khả quan với triển vọng kinh doanh và tiềm năng tăng giá cổ phiếu của PVI dựa trên các đánh giá sau:

- Định giá theo P/E, P/B rẻ nhất trong các doanh nghiệp bảo hiểm đang niêm yết.
 - Việc đẩy mạnh khai thác danh mục BĐS trong giai đoạn 2017-2018 giúp PVI tăng trưởng cả về lợi nhuận và dòng tiền thu về, gia tăng danh mục đầu tư tài chính cho các năm sau.
 - Việc nới room lên 100% thu hút sự quan tâm của các đối tác chiến lược nước ngoài trong thời gian tới. Sự tham gia của các đối tác này là động lực quan trọng thúc đẩy giá cổ phiếu của các công ty bảo hiểm.
 - Việc đẩy mạnh khai thác danh mục BĐS trong giai đoạn 2017-2018 giúp PVI tăng trưởng cả về lợi nhuận và dòng tiền thu về, gia tăng danh mục đầu tư tài chính cho các năm sau.
- Trên các luận điểm này và mức định giá **38.277 VND**, chúng tôi khuyến nghị **Khả quan** với cổ phiếu PVI.

Cập nhật KQKD 1H2017

Trong 1H2017, PVI đạt doanh thu thuần 2.328 tỷ đồng, -4% yoy. Lợi nhuận gộp đạt 315 tỷ đồng, -19% yoy. Lợi nhuận từ hoạt động tài chính đạt hơn 240 tỷ, gấp khoảng 6 lần cùng kỳ. LNST đạt 265 tỷ, +89%yoy.

- (1) **Hoạt động bảo hiểm:** doanh thu thuần hoạt động bảo hiểm đạt 2.253 tỷ đồng, -5% yoy, chủ yếu do dự phòng phí trong kỳ đạt 333 tỷ đồng, +41%yoy. Doanh thu giảm là nguyên nhân chính làm lợi nhuận gộp hoạt động bảo hiểm chỉ đạt 304 tỷ đồng, -18% yoy. Đáng chú ý, doanh thu từ khối đầu khí đạt 648 tỷ, +32%yoy, cho thấy dấu hiệu tích cực về triển vọng kinh doanh các sản phẩm bảo hiểm đầu khí của PVI.
- (2) **Hoạt động tài chính:** Quy mô danh mục đầu tư tài chính tại ngày 30/6 đạt 7.329 tỷ đồng (đã loại nợ vay khỏi số dư tiền), tăng nhẹ 0,4% so với đầu năm, trong đó trên 90% là tiền gửi. Doanh thu tài chính đạt 317 tỷ đồng, +25% yoy, chủ yếu nhờ lãi kinh doanh cổ phiếu đạt 63 tỷ so với cùng kỳ chỉ đạt 6 tỷ. Chi phí tài chính giảm mạnh

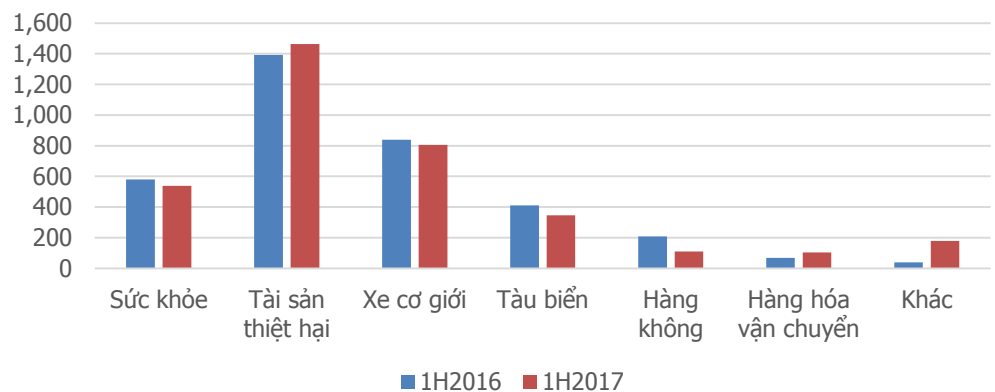
63%yoy xuống còn 75 tỷ, nhờ chi phí dự phòng giảm từ 81 tỷ xuống 15 tỷ và chi phí tài chính khác cũng giảm từ 85 tỷ xuống 29 tỷ. Lợi nhuận từ hoạt động tài chính theo đó tăng gấp 5 lần cùng kỳ, đạt 242 tỷ.

- (3) **Lợi nhuận ròng:** Tăng trưởng lợi nhuận tài chính giúp LNTT của PVI trong 1H2017 đạt 323 tỷ đồng, hoàn thành 56% kế hoạch năm. LNST thuộc cổ đông mẹ trong 1H2017 tăng hơn gấp đôi, đạt 246 tỷ.

Hoạt động kinh doanh bảo hiểm gặp khó khăn trong 1H2017

Trong bối cảnh thị trường chung tăng trưởng khoảng 12%, và đối thủ chính tăng trưởng tới hơn 20%, PVI đã bị Bảo Việt vượt qua về thị phần phí bảo hiểm gốc sau nhiều năm giữ vị trí số 1. Thị phần của PVI đạt 18% so với 18,3% của Bảo Việt. Tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc đạt 3.547 tỷ, giữ nguyên so với cùng kỳ. Một số mảng bảo hiểm có doanh thu phí sụt giảm mạnh bao gồm bảo hiểm hàng không (-47% yoy), bảo hiểm tàu biển (-16%yoy).

Biểu 1: Doanh thu phí bảo hiểm gốc các sản phẩm bảo hiểm của PVI (tỷ đồng)



Nguồn: Hiệp hội bảo hiểm

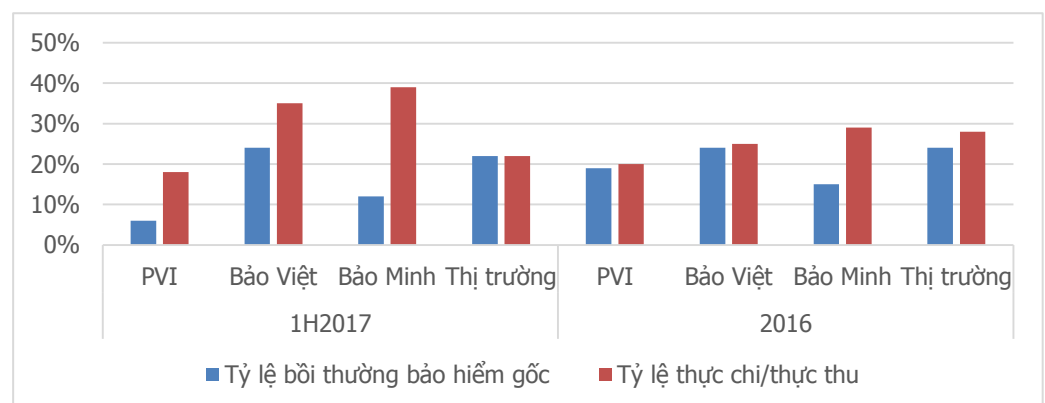
Bảo hiểm tài sản vẫn duy trì là thế mạnh của PVI

Mặc dù chịu ảnh hưởng do suy giảm hoạt động của ngành dầu khí, mảng bảo hiểm tài sản & thiệt hại của PVI vẫn duy trì vị thế dẫn đầu thị trường với doanh thu phí đạt khoảng 1.464 tỷ đồng trong 1H2017, tương ứng chiếm 48% thị phần, tăng 4% so với thị phần cả năm 2016.

Bên cạnh vị trí dẫn đầu về thị phần, PVI cũng có tỷ lệ bồi thường gần như thấp nhất ngành đối với sản phẩm này.

Chúng tôi dự báo PVI sẽ duy trì vị thế dẫn đầu ở sản phẩm này trong dài hạn nhờ năng lực và kinh nghiệm đã có cùng với lợi thế là doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ có vốn chủ sở hữu lớn nhất thị trường, đủ khả năng bảo hiểm cho các tài sản lớn. Bên cạnh đó, khả năng phục hồi của ngành dầu khí với các dự án được tái khởi động các năm tới.

Biểu 2: So sánh tỷ lệ bồi thường sản phẩm bảo hiểm tài sản thiệt hại



Nguồn: Hiệp hội bảo hiểm

Đẩy mạnh khai thác quỹ dự án BĐS trong 2017-2018

PVI hiện đang sở hữu 3 dự án BĐS tiềm năng, chi tiết như sau:

Biểu 3: Danh mục dự án của PVI

Dự án	Vị trí	Giá vốn tại 30.6.2017 (tỷ đồng)	Quy mô sản phẩm
PVI Tower	Cầu Giấy, Hà Nội	1.098	43.881 m2 sàn văn phòng hạng A
Embassy Garden	Tây Hồ, Hà Nội	1.579	77 căn liền kề, 53 biệt thự với tổng diện tích đất ở 24.085
The Costa	Nha Trang, Khánh Hòa	419	105 căn hộ condotel

Nguồn: BCTC PVI, MBS tổng hợp

Dự án The Costa Nha Trang

Đây là dự án tồn kho trong danh mục của PVI từ năm 2014. Sau khi các tranh chấp về pháp lý đã được giải quyết, PVI dự kiến sẽ chuyển nhượng 105 căn hộ condotel và ghi nhận doanh thu lợi nhuận trong 2H2017.

Dự án Embassy Garden

Dự án Embassy Garden là một phân khu trong khu đô thị Tây Hồ Tây do Daewoo E&C làm chủ đầu tư. Dự án được PVI đầu tư thông qua quỹ POF và công ty CP Phát triển Tài sản Việt Nam (VAD).

Embassy Garden được giới thiệu chính thức vào tháng 7/2017, quy mô 130 căn liền kề và biệt thự. Với vị trí thuận lợi và mức giá hợp lý, hầu hết các sản phẩm của dự án đã được tiêu thụ. Hiện tại, dự án đang tiến hành xây dựng hạ tầng và móng các công trình, dự kiến bàn giao vào quý 3/2018.

Với mức giá bán ước tính khoảng 100 triệu đồng/m², doanh thu ước tính của PVI trong dự án này khoảng hơn 2.400 tỷ.

Dự án PVI Tower

PVI Tower là dự án tòa nhà văn phòng hạng A quy mô gần 44 nghìn m², được hoàn thành năm 2013 và hiện đạt tỷ lệ lấp đầy trên 90%, với mức giá thuê ước tính khoảng 21 USD/m²/tháng.

PVI dự định có thể chuyển nhượng tòa nhà PVI Tower nếu đạt được mức lợi nhuận khả quan. Hiện tại giá trị sổ sách của tòa nhà vào khoảng 1.098 tỷ, tương ứng khoảng 25 triệu đồng/m² sàn văn phòng.

Chúng tôi tham chiếu một số giao dịch M&A các tòa nhà văn phòng hạng A tại khu vực các quận trung tâm tại HN và Tp.HCM, mức giá chuyển nhượng dao động từ 40-80 triệu VNĐ/m² tùy thuộc vị trí, giá thuê, tỷ lệ lấp đầy, thời gian hoạt động.

PVI có vị trí không quá trung tâm, tuy nhiên, với mức giá vốn thấp và tỷ lệ lấp đầy cao dù mới đi vào hoạt động, chúng tôi dự kiến việc bán tòa nhà PVI Tower sẽ mang lại lợi nhuận khả quan cho PVI.

Biểu 4: Các giao dịch mua bán toàn nhà văn phòng tại Việt Nam năm 2016

Tòa nhà	Giá cho thuê trung bình cuối 2016 (USD/m ² /th)	Tỷ lệ lấp đầy cuối 2016	Bên mua	Bên bán	Giá trị giao dịch	% cổ phần giao dịch	Giá trị tòa nhà	NLA m ²	Giá trị \$/m ²	Giá trị (triệu VNĐ/m ²)
TNR Tower Nguyen Chi Thanh	25	35%	TNR Holding	Vingroup	110 triệu USD	100%	110 triệu USD	53.000	2.075	44
International Centre	27	73%	Vina Capital	Keppel Land	13,82 triệu USD	100%	13,82 triệu USD	6.100	2.266	51,2
AB Tower	34	100%	N.A	N.A	47 triệu USD	70%	67 triệu USD	19.039	3.519	79,2
Kumho Asiana	62	95%	Mapletree	Liên doanh Hàn Quốc	84,9 triệu USD	100%	84,9 triệu USD	25.764	3.293	74,1

Nguồn: MBS tổng hợp

Triển vọng kết quả kinh doanh

Chúng tôi dự báo doanh thu phí bảo hiểm gốc của PVI năm 2017 đạt 7.038 tỷ đồng, +8%yoy. Lợi nhuận gộp từ hoạt động bảo hiểm đạt 581 tỷ đồng, +7% yoy, dựa trên các giả định chính về tốc độ tăng trưởng toàn thị trường, thị phần của PVI và tỷ lệ kết hợp công ty đạt được.

Về hoạt động BDS, chúng tôi ước tính PVI có thể ghi nhận lợi nhuận từ chuyển nhượng dự án Costa Nha Trang trong năm 2017 và lợi nhuận từ dự án Embassy Garden trong năm 2018. Việc chuyển nhượng PVI Tower chưa được chúng tôi đưa vào các dự báo.

Chi tiêu (tỷ đồng)	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu phí bảo hiểm gốc	7.248	6.528	7.038	7.651
Lợi nhuận gộp hoạt động bảo hiểm	610	542	581	631
Lợi nhuận gộp hoạt động tài chính	819	656	466	549
Lợi nhuận sau thuế	601	540	486	737
Các giả định chính				
Tốc độ tăng trưởng doanh thu phí toàn thị trường	15,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Thị phần PVI	17,7%	17,0%	16,5%	16,0%
Tỷ lệ kết hợp	103,1%	98,9%	98,2%	97,9%

Triển vọng dài hạn

Với sự gia nhập thị trường của nhiều công ty bảo hiểm, đặc biệt là các công ty nước ngoài, áp lực cạnh tranh lên các doanh nghiệp đầu ngành như PVI sẽ là khá lớn. Chúng tôi cho rằng công ty sẽ tập trung vào cải thiện tỷ lệ kết hợp, tối ưu chi phí và nâng cao hiệu quả hoạt động hơn là tập trung gia tăng thị phần.

Cổ đông lớn nhất và cũng là cổ đông chiến lược của PVI là HDI Global SE, một nhánh trực thuộc tập đoàn bảo hiểm Talanx lớn thứ 3 của Đức. HDI hiện đang nắm 38% cổ phần của PVI và cũng đang có 3 lãnh đạo chủ chốt tham gia HĐQT. ĐHCĐ 2017 của PVI đã thông qua việc nói room ngoại lên 100%, cho phép HDI có thể tiếp tục gia tăng sở hữu tại PVI.

Việc tham gia sâu hơn của cổ đông chiến lược nước ngoài có thể giúp PVI cải thiện về hiệu quả hoạt động và quản trị doanh nghiệp, tiếp cận tốt hơn với các thị trường quốc tế, đặc biệt là trong khu vực Đông Nam Á khi cộng đồng kinh tế Asean - AEC đã được thành lập.

Định giá và khuyến nghị

Định giá

PVI là doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đứng đầu thị trường Việt Nam với 18,65% thị phần trong năm 2016. Tuy nhiên các chỉ số định giá P/E, P/B của PVI hiện đạt mức lần lượt 11,7x và 1,1x; ở mức thấp nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành khác. Chúng tôi sử dụng mức P/B trung bình của các doanh nghiệp bảo hiểm Việt Nam đang niêm yết (loại trừ BVH) để xác định mức PB mục tiêu cho PVI vào khoảng 1,37 lần.

Biểu 5: Chỉ tiêu tài chính các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đang niêm yết

Mã	Vốn hóa	EPS T12M (VND)	Tăng trưởng EPS	P/E	P/B
BIC	3.829	1.090	-15%	29,95	1,92
PGI	1.819	1.642	17%	12,42	1,65
MIG	1.072	1.277		10,18	1,23
BMI	2.599	2.383	47%	11,94	1,17
VNR	3.211	1.914	7%	12,80	1,19
PTI	1.849	1.058	-37%	22,69	1,07
Trung bình					1,37

(Nguồn: MBS tổng hợp)

Chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách của PVI tại 30.6.2017 có điều chỉnh trích lập hết các tài sản rủi ro kết hợp với P/B mục tiêu là 1,37 lần để xác định mức giá mục tiêu cho PVI vào khoảng 38.277 đồng, upside 17%.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	
Vốn chủ sở hữu	7.014
Lợi ích cổ đông thiểu số	-228
Trích lập hết các tài sản rủi ro	-257
Vốn chủ sở hữu điều chỉnh	6.529
P/B mục tiêu	1,37x
Vốn hóa mục tiêu	8.945
Số lượng cổ phần (triệu cổ phần)	234
Định giá cổ phần (VNĐ)	38.277

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi đánh giá khả quan với triển vọng kinh doanh và tiềm năng tăng giá cổ phiếu của PVI dựa trên các đánh giá sau:

- Xu hướng lãi suất tăng giúp công ty hưởng lợi thông qua tỷ trọng tiền gửi cao trong danh mục đầu tư.
- Việc nới room lên 100% thu hút sự quan tâm của các đối tác chiến lược nước ngoài trong thời gian tới. Sự tham gia của các đối tác này là động lực quan trọng thúc đẩy giá cổ phiếu của các công ty bảo hiểm.
- Việc đẩy mạnh khai thác danh mục BĐS trong giai đoạn 2017-2018 giúp PVI tăng trưởng cả về lợi nhuận và dòng tiền thu về.

Trên các luận điểm này và mức định giá 38.277, chúng tôi khuyến nghị **Khả quan** với cổ phiếu PVI.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro đầu tư với PVI là các rủi ro về thiên tai, hỏa hoạn, tai nạn, hư hỏng mất mát tài sản dẫn tới trách nhiệm bồi thường của PVI đối với khách hàng. Đây cũng là rủi ro chung của ngành bảo hiểm.

PVI hiện đã thành lập đơn vị tái bảo hiểm chuyên biệt là PVI Re, là một trong hai công ty tái bảo hiểm duy nhất tại Việt Nam. Với việc chuyên môn hóa cao trong các hoạt động, rủi ro hệ thống của ngành bảo sẽ được giảm thiểu.

Rủi ro đầu tư ngắn hạn của PVI là việc PVCombank liên tục đăng ký bán ra cổ phiếu PVI. Tính đến đầu tháng 9, PVCombank sở hữu hơn 10,1 triệu cổ phiếu và đăng ký bán 2 triệu cổ phiếu từ 8/9 đến 6/10. Việc thoái vốn của PVcombank dự báo sẽ tác động tiêu cực tới giá cổ phiếu PVI trong ngắn hạn.

MBS Equity ResearchPhạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phậnNguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam**Ngân hàng**Phạm Thiên Quang (Quang.PhamThien@mbs.com.vn)**Điện, Công nghiệp, Xây dựng**Nguyễn Ngọc Hoàng (Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn)**Cao su, Săm lốp**Trần Trọng Đức (Duc.TranTrong@mbs.com.vn)**MBS Institutional sales**Nguyễn Thị Minh Phương (Phuong2.NguyenMinh@mbs.com.vn)**Hàng tiêu dùng, Công nghệ**Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)Nguyễn Thạch Thảo (Thao.NguyenThach@mbs.com.vn)Lâm Trần Tấn Sĩ (Si.LamTranTan@mbs.com.vn)**Cảng biển, Dầu khí, Vật liệu xây dựng**Phí Quốc Tuấn (Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn)**Bất động sản, Bảo hiểm**Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi [(giá mục tiêu – giá hiện tại) + cổ tức]/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.