

Thứ ba, 28-09-2010

MUA

Giá mục tiêu **26.000**

NGÀNH BẢO HIỂM

Các chỉ số chính

Giá @ 17/9/2010	20.500
Mức thấp nhất 52 tuần	17.600
Mức cao nhất 52 tuần	29.800
KLGD bình quân 10 ngày	123.340
Số lượng cổ phiếu lưu hành	159.710.364
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	3.274
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	168

Định giá	2009	2010E	2011E
EPS (VND)	1.915	1.852	2.203
Tăng trưởng EPS	15,9%	-3,3%	19,0%
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu	23.444	23.449	24.152
P/E	16,5	11,0	9,3
P/B	1,3	0,9	0,8
Cổ tức/thị giá	5,9%	7,3%	7,3%

Tình hình tài chính	2009	2010E	2011E
Doanh thu phí bảo hiểm*	2.969	3.808	4.742
Doanh thu thuần*	1.262	1.606	2.077
Lợi nhuận từ HĐKD*	19	97	112
LNST*	198	296	352
Tỷ lệ phí BH giữ lại	47,5%	47,9%	48,5%
Tỷ số kết hợp	88,5%	84,6%	85,4%
ROA	3,3%	4,5%	5,1%
ROE	8,2%	8,0%	9,1%
Nợ/VCSH	0,8	0,2	-

(*) tỷ đồng

Tỷ lệ sở hữu

Nhà nước	52,1%
Nước ngoài	24,3%
Cổ đông khác	23,6%

Chuyên viên phân tích

Phạm Cẩm Tú

tu.pham@vcsc.com.vn

T: +84 8 3914 3588, ext 120

PVI – Vươn lên dẫn đầu trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam

Tổng Công ty Cổ phần Bảo hiểm Dầu khí Việt Nam là nhà bảo hiểm phi nhân thọ lớn nhất tại Việt Nam. Với mức giá hiện tại khoảng 20.500 đồng/cổ phiếu vào ngày 17/09/2010, PVI đang được giao dịch tại mức P/B 2010 là 0,9 lần, thấp hơn 30% so với P/B của ngành trong khu vực. Chúng tôi khuyến nghị MUA cho mục đích đầu tư dài hạn đối với cổ phiếu này dựa vào những điểm nổi bật sau:

- Là một trong những đơn vị dẫn đầu ngành bảo hiểm phi nhân thọ trong nước, PVI hoàn toàn có khả năng phát triển bền vững trong thị trường bảo hiểm còn non trẻ nhưng đầy tiềm năng của Việt Nam.**

Kết thúc 6 tháng đầu năm 2010, PVI chính thức vượt qua Bảo Việt để giữ vị trí dẫn đầu trong thị trường bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam, chiếm 24% thị phần ngành bảo hiểm phi nhân thọ. Bảo Việt giữ vị trí thứ hai với 23,5% thị phần.

Trong nửa đầu năm nay, tổng doanh thu phí bảo hiểm của PVI đã tăng trưởng 30% so với cùng kỳ năm ngoái, tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng trung bình 28% của ngành, nhờ vào tốc độ tăng trưởng ấn tượng của các phân khúc bảo hiểm chính như bảo hiểm năng lượng (tăng 24%), bảo hiểm xây dựng lắp đặt (tăng 32%), bảo hiểm tài sản & thiệt hại (tăng 33%). Theo đó, PVI ngày càng củng cố được vị thế của mình vươn lên vị trí dẫn đầu về thị phần trong các phân khúc chính bao gồm bảo hiểm năng lượng (100%), bảo hiểm hàng hải (30%), bảo hiểm xây dựng lắp đặt (23%) và bảo hiểm tài sản & thiệt hại (21%). Đối với phân khúc bảo hiểm xe cơ giới, mặc dù chỉ mới vừa tham gia nhưng PVI đã nhanh chóng chiếm được 12% thị phần nhờ mạng lưới hoạt động rộng khắp cả nước. Đến nay, PVI đã thiết lập 25 chi nhánh, 90 văn phòng và hơn 600 đại lý bảo hiểm.

Lĩnh vực bảo hiểm hiện vẫn là lĩnh vực khá mới mẻ tại Việt Nam với tỉ lệ gia nhập ngành còn khá thấp, tổng doanh thu bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ chỉ chiếm 1,7% GDP cả nước, thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình của Châu Á (5,95% GDP), Châu Mỹ (7,29% GDP) và Châu Âu (7,46% GDP) (Nguồn: BIS review).

- PVI là một trong số ít các công ty trong ngành duy trì được lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm và có triển vọng tăng trưởng cao hơn trong tương lai.**

Một trong những chỉ số quan trọng đo lường khả năng sinh lời của hoạt động kinh doanh bảo hiểm là chỉ số kết hợp (chi phí bồi thường và chi phí hoạt động trên doanh thu thuần), luôn được PVI quản lý tốt dưới mức 90%. Bên cạnh đó, chiến lược mở rộng hạn mức tái bảo hiểm đối với các đối tác nước ngoài và việc tăng vốn sẽ giúp PVI tăng doanh thu phí cũng như tăng tỷ lệ phí bảo hiểm giữ lại và khả năng bồi thường.

- Kết quả định giá hấp dẫn so với các đối với các công ty khác trong nước (BVH) và trong khu vực**

Chúng tôi dự đoán doanh thu phí và lợi nhuận sau thuế năm 2010 của PVI sẽ tăng 28,3% và 49% so với năm 2009. Theo đó thu nhập trên mỗi cổ phiếu và giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu năm 2010 dự kiến sẽ là 1.852 đồng và 23.449 đồng. Với mức giá hiện tại 20.500 đồng/cổ phiếu vào ngày 17/09/2010, PVI đang được giao dịch thấp hơn 20% so với PE trung bình ngành trong khu vực và thấp hơn 30% so với PB trung bình ngành trong khu vực.

TÓM TẮT VÀ DỰ BÁO TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

KẾT QUẢ KINH DOANH (Triệu đồng)				CHỈ SỐ TÀI CHÍNH			
	2009	2010	2011		2009	2010	2011
Phí bảo hiểm gốc	2.770.089	3.525.525	4.380.828	Chỉ số tăng trưởng			
Phí nhận tái bảo hiểm	198.688	282.042	361.418	Tăng trưởng phí bảo hiểm	38,3%	28,3%	24,5%
Doanh thu thuần hoạt động bảo hiểm	1.261.970	1.606.034	2.076.964	Tăng trưởng phí giữ lại	32,3%	29,1%	26,1%
Chi bồi thường bảo hiểm gốc	(465.382)	(482.934)	(653.089)	Tăng trưởng doanh thu thuần	50,5%	27,3%	29,3%
Tăng (giảm) dự phòng bồi thường	(208.889)	(301.350)	(376.582)	Chỉ số sinh lời			
Lợi nhuận gộp hoạt động KDBH	587.699	821.750	1.047.293	Tỷ lệ phí BH giữ lại	47,5%	47,9%	48,5%
Chi phí hoạt động LN trước thuế từ hoạt động KDBH	(568.428)	(724.915)	(935.672)	Tỷ lệ bồi thường/DT thuần	43,4%	39,5%	40,4%
Lợi nhuận hoạt động tài chính	200.113	241.133	357.428	Tỷ lệ kết hợp	88,5%	84,6%	85,4%
Lợi nhuận khác	702	-	-	ROA	3,3%	4,5%	5,1%
Lợi nhuận trước thuế TNDN	220.086	337.969	469.048	ROE	8,2%	7,9%	9,1%
Thuế TNDN phải nộp	(21.759)	(42.246)	(117.262)	Chỉ số khác			
Thuế TNDN phải nộp	198.327	295.723	351.786	Tổng dự phòng phí/ DT thuần	63,0%	69,9%	73,1%
				Khả năng thanh toán hiện hành	1,7	3,6	4,3
				Nợ/VCSH	0,8	0,2	-
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Triệu đồng)				ĐỊNH GIÁ			
	2009	2010	2011		2009	2010	2011
TÀI SẢN LƯU ĐỘNG	4.373.171	5.248.189	5.576.583	Thu nhập/ cổ phiếu (VND)	1.915	2.169	2.203
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.478.790	1.807.593	1.744.759	Giá trị sổ sách/ cổ phiếu (VND)	23.444	23.449	24.152
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.138.879	2.493.722	2.667.570	Cổ tức/ cổ phiếu (VND)	1.200	1.500	1.500
Các khoản phải thu	755.502	946.874	1.164.253				
TÀI SẢN DÀI HẠN	1.549.200	1.351.791	1.379.354	Thị giá (VND)	20.500	20.500	20.500
Tài sản cố định	87.681	90.328	92.730	P/E	16,5	11,1	9,3
Đầu tư tài chính dài hạn	1.261.479	1.068.738	1.037.388	P/B	1,3	0,9	0,8
Tài sản dài hạn khác	200.040	192.724	249.236	Tỷ lệ cổ tức/ thị giá	5,9%	7,3%	7,3%
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	5.922.371	6.599.979	6.955.937				
NỢ PHẢI TRẢ	3.494.699	2.854.887	3.098.624	Giá mục tiêu (VND)	26.000	26.000	26.000
Nợ ngắn hạn	2.602.492	1.450.885	1.287.657	P/E	20,9	14,0	11,8
Nợ dài hạn	2.469	130.000	130.000	P/B	1,7	1,1	1,1
Dự phòng phí	889.738	1.274.002	1.680.966	Tỷ lệ cổ tức/ thị giá	4,6%	5,8%	5,8%
VỐN CHỦ SỞ HỮU	2.427.672	3.730.306	3.824.937				
Vốn chủ sở hữu	2.429.472	3.718.302	3.812.933				
Nguồn kinh phí và quỹ khác	(1.800)	12.004	12.004				
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	5.922.371	6.585.193	6.923.561				

GIÁ CỔ PHIẾU PVI (01/01 – 17/09/2010)

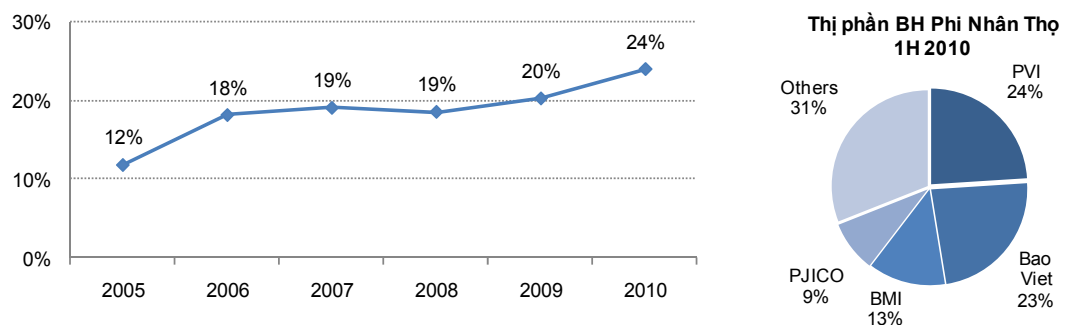


PHÂN TÍCH CÔNG TY

PVI phấn đấu trở thành đơn vị dẫn đầu ngành bảo hiểm phi nhân thọ

Trong sáu tháng đầu năm 2010, PVI đạt mức tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm 30%, cao hơn mức tăng trưởng 28% của ngành và là đơn vị có mức tăng trưởng doanh thu phí cao nhất trong kỳ so với các công ty bảo hiểm phi nhân thọ khác trong nước, kể cả những công ty hàng đầu như Bảo Việt và Bảo Minh cũng chỉ duy trì mức tăng trưởng doanh thu phí 16% so với cùng kỳ 2009.

Hình 1: Thị phần của PVI qua các năm:

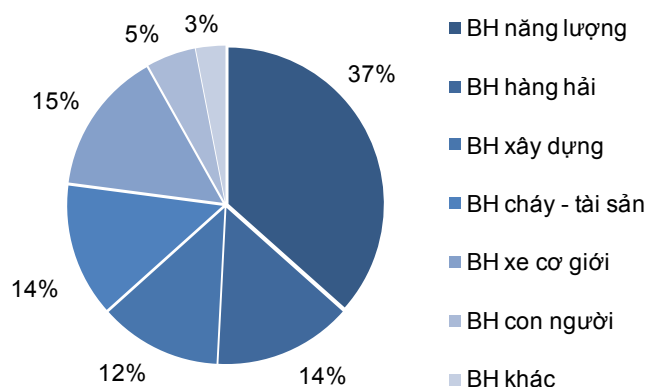


Nguồn: PVI, Hiệp hội bảo hiểm Việt Nam, VCSC

Các phân khúc bảo hiểm chính của PVI đều ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng trong 6 tháng đầu năm 2010

Tốc độ tăng trưởng nhanh chóng của tổng doanh thu phí toàn công ty trong nửa đầu năm được đóng góp bởi các phân khúc bảo hiểm chính như bảo hiểm năng lượng (tăng 24% so với cùng kỳ), bảo hiểm xây dựng lắp đặt (tăng 32%), bảo hiểm tài sản & thiệt hại (tăng 33%). Ngoài ra, dù chỉ mới tham gia nhưng phân khúc bảo hiểm xe cơ giới của PVI cũng đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu phí đáng kể 28% và chiếm 12% thị phần.

Hình 2: Cấu trúc doanh thu phí bảo hiểm của PVI trong 6 tháng đầu năm 2010



Nguồn: PVI, VCSC

- Trong 6 tháng đầu năm 2010, bảo hiểm năng lượng chiếm 37% tổng doanh thu phí trực tiếp và đạt tốc độ tăng trưởng 24% so với cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu phí bảo hiểm từ phân khúc bảo hiểm năng lượng vốn ít bị chi phối nhất bởi những biến động về tình hình kinh tế. Nhờ ưu thế dẫn đầu và uy tín trong ngành, trong 6 tháng đầu năm 2010, PVI tiếp tục ký được nhiều hợp đồng bảo hiểm năng lượng lớn trong lĩnh vực khoan dầu khí, khai thác năng lượng và các dự án điện.

Bảng 1: Các hợp đồng bảo hiểm quan trọng của PVI trong nửa đầu năm 2010:

Các hợp đồng bảo hiểm lớn	Giá trị bảo hiểm (tỷ USD)
Nhà máy lọc dầu Dung Quất	3,0
Nhà máy điện Nhơn Trạch 2	0,8
Khu phức hợp khí điện đạm Cà Mau	1,4
Nhà máy nhiệt điện Duyên Hải	1,4

Nguồn: PVI

- Phân khúc bảo hiểm xây dựng và bảo hiểm tài sản đóng góp 26% vào tổng doanh thu phí trực tiếp và tăng trưởng 32% trong nửa đầu năm nay. Phân khúc này chịu sự tác động trực tiếp của tốc độ xây dựng khi Chính phủ đang có chủ trương xúc tiến việc đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng. Tổng vốn đầu tư cho cơ sở hạ tầng từ khu vực nhà nước, tư nhân và FDI trung bình đạt 17%/năm trong 10 năm qua. Chỉ tính riêng 8 tháng đầu năm 2010, vốn đầu tư từ khu vực nhà nước đã đạt 4,7 tỷ USD và tổng vốn FDI giải ngân đạt 7,3 tỷ USD. Chúng tôi tin rằng với lượng vốn đầu tư tiếp tục được duy trì ở mức cao như thế sẽ giúp PVI đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng doanh thu phí của bảo hiểm xây dựng và bảo hiểm tài sản.
- Đối với phân khúc bảo hiểm xe cơ giới, mặc dù còn khá mới mẻ nhưng phân khúc này cũng đạt được tốc độ tăng doanh thu phí khả quan 28% so với cùng kỳ năm trước. Nhờ vào mạng lưới hoạt động phân bố rộng rãi trên cả nước, PVI nhanh chóng tiếp cận được các phân khúc bảo hiểm bán lẻ có khả năng sinh lợi cao. Đến nay, công ty đã thành lập được 25 chi nhánh, 90 văn phòng và hơn 600 đại lý bảo hiểm trên cả nước. Sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới hình thành trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ xe máy trong nước ngày càng tăng và doanh số bán xe ô tô cũng có những bước chuyển đáng kể khi thu nhập bình quân đầu người được nâng cao dần. Ước tính nhu cầu xe máy đạt 3 triệu chiếc và nhu cầu xe hơi là 200.000 chiếc mỗi năm.
- Phân khúc bảo hiểm hàng hải của PVI chỉ đạt được tốc độ tăng trưởng 11% trong nửa đầu năm nay. Đây là một trong những phân khúc bảo hiểm có tính rủi ro cao nhất do chịu sự chi phối của thiên tai. Vì vậy, PVI đang hạn chế việc mở rộng phân khúc này. Bên cạnh đó, thời kỳ suy thoái kinh tế của thế giới nói chung và các vấn đề tài chính liên quan đến tập đoàn Vinashin nói riêng đã tạo ra không ít ảnh hưởng tiêu cực cho ngành đóng tàu trong nước và khiến PVI có phần thận trọng hơn trong việc khai thác phân khúc này. Tuy nhiên, PVI vẫn duy trì mối quan hệ mật thiết với những công ty vận tải biển hàng đầu Việt Nam như VS, PTSC, Vosco, Vitranschart cùng một số công ty khác nhằm hỗ trợ việc tăng trưởng doanh thu phí cho các hợp đồng bảo hiểm.

PVI là một trong số ít các công ty trong ngành duy trì được lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm chính

Trong 6 tháng đầu năm 2010, tỷ lệ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm trên doanh thu thuần của PVI đạt 13% trong khi Bảo Minh và Bảo Việt vẫn lỗ trong hoạt động kinh doanh bảo hiểm. Tỷ lệ này của Vinare cũng chỉ đạt 1%. Nhờ khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu phí cao, tỷ lệ thanh toán bồi thường thấp và hiệu quả hoạt động được nâng cao, PVI đã thu về 112 tỷ đồng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm trong 6 tháng đầu năm, cao hơn rất nhiều so với mức 27 tỷ cùng kỳ năm ngoái.

Ngoài ra, điểm đáng ghi nhận là tỷ lệ bồi thường thực tế trên doanh thu phí bảo hiểm giữ lại của PVI khá thấp so với mức trung bình ngành. Tỷ lệ này được xác định bằng tổng giá trị bồi thường thực tế (không tính quỹ dự phòng bồi thường và dự phòng dao động lớn) trên doanh thu phí bảo hiểm giữ lại. Ở PVI, tỷ lệ này chỉ khoảng 27% trong khi tỷ lệ trung bình của toàn ngành là 29% trong 6 tháng đầu năm 2010. Ưu điểm này chủ yếu là nhờ những nguyên nhân sau:

- Không phát sinh trường hợp bồi thường nào trong phân khúc bảo hiểm năng lượng trong khi phân khúc này chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu phí. Ngoài ra, trong phân khúc bảo hiểm xây dựng & lắp đặt, mặt dù đóng góp 13% tổng doanh thu phí nhưng tỷ lệ bồi thường thực tế trên phí bảo hiểm giữ lại chỉ 15%, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 27% của phân khúc bảo hiểm xây dựng.
- Hạn chế mở rộng các phân khúc có tính rủi ro cao như phân khúc bảo hiểm hàng hải (tỷ lệ bồi thường trên phí bảo hiểm giữ lại của phân khúc này tại PVI trong 6 tháng đầu năm 2010 lên đến 42% trong khi trung bình chung của ngành là 38%).

Đặc biệt, đối với phân khúc bảo hiểm xe cơ giới của PVI, với tốc độ tăng trưởng nhanh chóng và không phải tái bảo hiểm cho các đối tác nước ngoài đã giúp phân khúc này có những đóng góp đáng kể vào lợi nhuận toàn công ty trong 6 tháng đầu năm.

Bên cạnh đó, PVI còn tập trung đẩy mạnh hoạt động tái bảo hiểm và nhờ vậy thu về thêm 170 tỷ đồng doanh thu trong 6 tháng đầu năm, tăng đáng kể so với con số 78 tỷ của cùng kỳ năm trước và đóng góp 7% vào tổng doanh thu, góp phần nâng cao lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm của PVI trong 6 tháng đầu năm 2010.

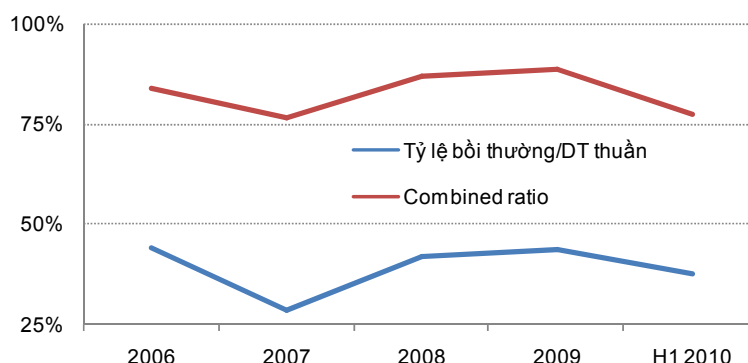
Bảng 2: PVI là công ty có khả năng sinh lợi cao nhất trong số những nhà bảo hiểm phi nhân thọ hàng đầu Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2010:

	Tỷ lệ phí BH giữ lại	Tỷ lệ bồi thường thực tế	Tỷ lệ kết hợp	Tỷ lệ lợi nhuận HĐKD	Tỷ suất lợi nhuận hoạt động đầu tư	Lợi nhuận ròng/tổng tài sản	Lợi nhuận ròng/vốn CSH
PVI	47%	27%	78%	12,9%	9,4%	2,6%	6,6%
BMI	77%	43%	75%	-0,7%	3,7%	1,7%	2,7%
Bao Viet Insurance	90%	64%	92%	-6,3%	3,2%	1,5%	5,7%
VNR	48%	31%	99%	1,0%	8,2%	3,2%	5,3%

Nguồn: VCSC. PVI. BMI. BVH

Năng lực quản lý chi phí cũng là một yếu tố quan trọng quyết định tỷ suất sinh lời của PVI, trong đó đáng chú ý là tỷ lệ kết hợp, bao gồm tổng chi phí bồi thường thực tế, các khoản dự phòng và chi phí hoạt động trên doanh thu thuần, được công ty kiểm soát tốt dưới 90% trong khi vẫn mở rộng mạng lưới đại lý. Chúng tôi kỳ vọng công ty vẫn duy trì được xu hướng này trong dài hạn.

Hình 3: Tỷ lệ bồi thường trên doanh thu thuần và tỷ lệ kết hợp của PVI



(Tỷ lệ bồi thường trên doanh thu thuần bao gồm tổng chi phí bồi thường thực tế cộng với quỹ dự phòng bồi thường và dự phòng dao động lớn trên doanh thu thuần)

Tỷ lệ kết hợp: [chi phí bồi thường + chi phí hoạt động] / doanh thu thuần

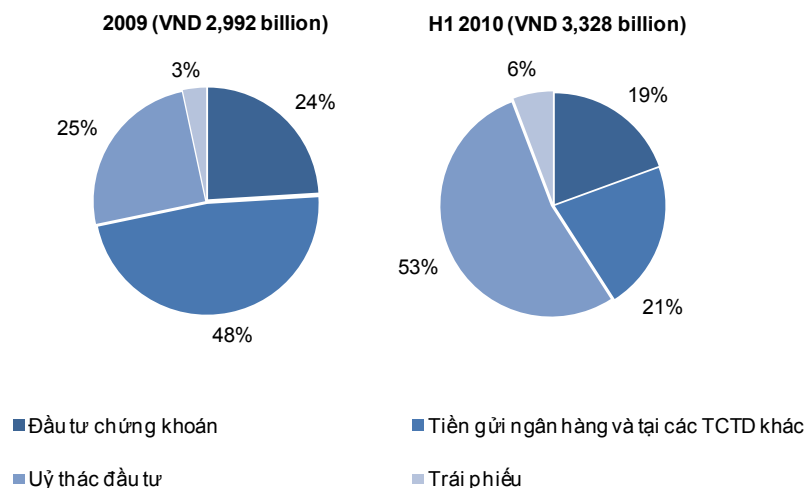
Nguồn: VCSC, PVI

Hoạt động tài chính

Doanh thu hoạt động tài chính của PVI trong 6 tháng đầu năm 2010 đạt 289 tỷ đồng, gấp 1,5 lần so với doanh thu hoạt động tài chính cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu hoạt động tài chính trong 6 tháng đầu năm chủ yếu được đóng góp từ các khoản chuyển nhượng đầu tư như chuyển nhượng 2,7 triệu cổ phiếu PV Gas City; 8,4 triệu cổ phiếu PV Finance cho PVFC và PVIF với giá bằng mệnh giá. Bên cạnh đó, PVI đã ghi nhận 30 tỷ đồng lợi nhuận từ việc bán 11,65 triệu cổ phiếu PSI.

PVI tập trung vào các tài sản có tính thanh khoản cao và dự kiến sẽ tăng cường đầu tư trong thời gian tới từ nguồn vốn tăng thêm trong 6 tháng đầu năm nay. Trong đó, đầu tư ngắn hạn chiếm 72% danh mục đầu tư của PVI, bao gồm các khoản tiền gửi có kỳ hạn, ủy thác đầu tư và đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu.

Hình 4: Phân bố tài sản đầu tư của PVI trong năm 2009 và 6 tháng đầu năm 2010



Nguồn: VCSC. PVI

Trong 6 tháng đầu năm 2010, PVI đã giảm tỷ lệ tiền gửi có kỳ hạn và chuyển sang hoạt động ủy thác đầu tư nhằm gia tăng lợi nhuận cho công ty. Ủy thác đầu tư chiếm 53% tổng số tài sản đầu tư của PVI, bao gồm các khoản tiền mà PVI đã ủy thác cho các ngân hàng, công ty tài chính, công ty liên kết - PV Invest và các khoản cho vay đầu tư cổ phiếu OTC và cổ phiếu niêm yết.

Bảng 3: Phân bố danh mục ủy thác đầu tư của PVI tại 30/6/2010:

Ủy thác đầu tư	30/06/2010 (triệu đồng)
Hợp đồng mua và cam kết bán lại chứng khoán	364.548
Hợp đồng đầu tư chứng khoán niêm yết	714.492
Ủy thác đầu tư	488.190
Ủy thác đầu tư cho công ty liên kết (PV Invest)	200.000
Tổng ủy thác đầu tư	1.767.230
% trên tổng tài sản đầu tư	53%

Nguồn: VCSC

Khả năng thu hồi vốn từ các khoản cho vay đầu tư cổ phiếu niêm yết luôn được đảm bảo vì PVI có thể chủ động rút vốn đầu tư khi giá thị trường của các cổ phiếu giảm 30% so với giá tham chiếu trong các hợp đồng cho vay đầu tư chứng khoán niêm yết.

Tuy nhiên, hình thức ủy thác đầu tư thông qua cho các ngân hàng và các công ty tài chính vay có thể chứa nhiều rủi ro tín dụng liên quan đến mức độ tin cậy của tổ chức được ủy

thác và khách hàng của tổ chức đó. Chúng tôi cho rằng công ty nên thận trọng hơn khi đánh giá giá trị hợp lý của những khoản uỷ thác đầu tư đó.

Với gần 19% các tài sản đầu tư là đầu tư chứng khoán, công ty đã tái cấu trúc lại các khoản đầu tư chứng khoán, chẳng hạn, trong 6 tháng đầu năm 2010, PVI đã chuyển nhượng các khoản đầu tư vào PV Gas City, PVIT, FV Finance và PSI đã nêu trên.

DỰ PHÓNG LỢI NHUẬN

Lợi nhuận của PVI đến từ 2 nguồn chính: lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm và lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tài chính. Chúng tôi dự báo doanh thu 2010 của PVI có thể đạt 3.808 tỷ với tốc độ tăng trưởng hàng năm khoảng 28,3%. Chúng tôi tin rằng với vị trí dẫn đầu trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ, năng lực tài chính được nâng cao và việc tiếp tục mở rộng thị phần bảo hiểm trong và ngoài nước sẽ tạo cho PVI những lợi thế riêng biệt để đạt đến tốc độ tăng trưởng cao hơn trong những năm tới.

- Sự tham gia của cổ đông chiến lược mới là Quỹ đầu tư Oman, một quỹ đầu tư quốc tế hoạt động trải rộng trên toàn thế giới kỳ vọng có thể mang đến cho PVI nhiều tiến bộ trong việc quản lý hoạt động kinh doanh và hỗ trợ PVI mở rộng hoạt động ra nước ngoài thông qua việc giới thiệu cho PVI các dự án năng lượng tại khu vực Trung Đông.
- Việc mở rộng hạn mức tái bảo hiểm đối với các đối tác nước ngoài cũng giúp PVI mở rộng hạn mức bảo hiểm cho khách hàng. PVI đã ký kết thành công 2 hợp đồng tái bảo hiểm đáng chú ý trị giá 450 triệu USD và 1,54 tỷ USD với những nhà bảo hiểm hàng đầu thế giới trên thị trường bảo hiểm Lloyd – Luân Đôn.
- PVI là công ty bảo hiểm đầu tiên và duy nhất được tổ chức A.M. Best xếp hạng B+ (mức độ an toàn) về năng lực tài chính. Năng lực tài chính được công nhận sẽ giúp PVI tăng cường hội nhập thị trường bảo hiểm quốc tế.

Bảng 4: Dự báo doanh thu phí bảo hiểm

Chi tiết doanh thu phí BH (triệu đồng)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bảo hiểm năng lượng	943.125	1.150.613	1.386.488	1.670.718	1.929.679	2.219.131
%yoy	25,0%	22,0%	20,5%	20,5%	15,5%	15,0%
Bảo hiểm hàng hải	514.596	576.348	655.595	752.296	865.140	992.748
%yoy	11,0%	12,0%	13,8%	14,8%	15,0%	14,8%
Bảo hiểm xây dựng	568.080	741.344	963.748	1.233.597	1.504.988	1.805.986
%yoy	35,0%	30,5%	30,0%	28,0%	22,0%	20,0%
Bảo hiểm tài sản	441.234	595.666	792.235	1.014.061	1.267.576	1.546.443
%yoy	40,0%	35,0%	33,0%	28,0%	25,0%	22,0%
Bảo hiểm xe cộ	655.098	799.220	999.024	1.258.771	1.573.464	1.919.625
%yoy	23,0%	22,0%	25,0%	26,0%	25,0%	22,0%
Bảo hiểm y tế	191.400	252.648	336.022	438.509	561.291	712.839
%yoy	45,0%	32,0%	33,0%	30,5%	28,0%	27,0%
Bảo hiểm khác	211.992	264.990	344.487	454.723	582.046	727.557
%yoy	40,0%	25,0%	30,0%	32,0%	28,0%	25,0%
Tổng doanh thu phí	3.525.525	4.380.828	5.477.600	6.822.675	8.284.184	9.924.331
%yoy	20,5%	24,3%	25,0%	24,6%	21,4%	19,8%
Nhận tái bảo hiểm	282.042	361.418	465.596	596.984	745.577	893.190
%yoy	42,0%	28,1%	28,8%	28,2%	24,9%	19,8%
TỔNG DOANH THU PHÍ BẢO HIỂM	3.807.567	4.742.246	5.943.196	7.419.659	9.029.761	10.817.521
%yoy	28,3%	24,5%	25,3%	24,8%	21,7%	19,8%

Nguồn: VCSC

Tỷ lệ phí và lợi nhuận giữ lại dự kiến sẽ tăng trong những năm tới nhờ:

- Tỷ lệ phí giữ lại của các phân khúc bảo hiểm chính được kiểm soát tốt. PVI đặt mục tiêu tăng tỷ lệ phí giữ lại của phân khúc bảo hiểm năng lượng vì đây là phân khúc có tỷ lệ bồi thường trên doanh thu thuần ở mức trung bình 22% - 25% trong 10 năm qua.

- Tỷ trọng đóng góp vào doanh thu của các phân khúc bán lẻ, phân khúc bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm y tế dự kiến sẽ tiếp tục tăng và giúp PVI nâng cao tỷ lệ phí giữ lại.
- Theo quy định về tỷ lệ giữ lại của các hợp đồng bảo hiểm phi nhân thọ trong luật bảo hiểm, mức độ rủi ro giữ lại tối đa trong mỗi hợp đồng không được vượt quá 5% vốn chủ sở hữu của các công ty bảo hiểm. Như vậy, PVI có khả năng tăng tỷ lệ doanh thu phí giữ lại cao và củng cố năng lực bồi thường sau khi tiến hành tăng vốn trong năm nay.

Chúng tôi dự báo tỷ lệ doanh thu phí giữ lại của PVI trong năm 2010 là 47,9% và sẽ đạt 50% trong năm 2012.

PVI đã kiểm soát tốt tỷ lệ kết hợp dưới 90% trong suốt 4 năm qua. Chúng tôi kỳ vọng năm nay công ty có thể đạt được tỷ lệ kết hợp ở mức 85% (so với mức 88,5% của năm ngoái) nhờ tỷ lệ phí giữ lại tăng và tỷ lệ bồi thường trên doanh thu thuần thấp ở một số phân khúc bảo hiểm chính kết hợp với công tác quản lý chi phí nghiêm túc. Sau đó, tỷ lệ kết hợp được dự đoán thận trọng ở mức 85-90% do dự báo chi phí bồi thường tăng lên về dài hạn.

Bảng 5: Dự báo tỷ lệ chi phí và tỷ lệ bồi thường trên doanh thu thuần của PVI:

Tỷ số sinh lời	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tỷ lệ bồi thường	39,5%	40,4%	41,2%	41,4%	41,2%	42,2%
Tỷ lệ chi phí hoạt động	45,1%	45,0%	44,7%	44,4%	44,4%	44,2%
Tỷ lệ kết hợp	84,6%	85,4%	85,9%	85,8%	85,6%	86,4%

Nguồn: VCSC

Lợi nhuận từ các khoản đầu tư của PVI chủ yếu xuất phát từ lãi tiền gửi, đầu tư trái phiếu và ủy thác đầu tư. Các dự báo liên quan đến lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tài chính của PVI được căn cứ trên tình hình phân bổ tài sản đầu tư và lợi nhuận dự kiến của từng loại tài sản. Lợi nhuận từ các khoản tiền gửi có kỳ hạn và ủy thác đầu tư dự kiến sẽ đóng góp nhiều nhất vào lợi nhuận hoạt động đầu tư. Tỷ suất sinh lời của các khoản tiền gửi kỳ hạn ước tính đạt trung bình 10,5% trong năm nay và sẽ giảm còn 8,9% trong dài hạn. Lợi nhuận từ các khoản ủy thác đầu tư có thể đạt 12% trong năm nay dựa vào tình hình lãi suất thị trường tăng cao trong năm nay và kỳ vọng sẽ duy trì trên 10% trong 5 năm tới.

Về khoản đầu tư chứng khoán trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi kỳ vọng PVI tiếp tục bán ra 8,25 triệu cổ phiếu PSI sau khi đã bán 14,65 triệu cổ phiếu trong 6 tháng đầu năm 2010. PVI đầu tư vào PSI với giá gần bằng mệnh giá. Như vậy, ước tính khoảng lợi nhuận từ việc chuyển nhượng khoảng đầu tư vào PSI sẽ giúp PVI ghi nhận 45 tỷ đồng năm nay. Ngoài ra, PVI còn đầu tư vào một số cổ phiếu OTC của các công ty thuộc PVN và kỳ vọng sẽ thu được lợi nhuận từ việc bán cổ phiếu khi các công ty này được niêm yết trong những năm tới. Một trong các khoản đầu tư mới của PVI trong năm nay là khoảng đầu tư 27 triệu cổ phiếu PV Machino được mua với giá 10.050 đồng/cổ phiếu.

Bảng 6: Lợi nhuận ước tính và tình hình phân bổ tài sản đầu tư:

Tài sản đầu tư	Phân bổ	Kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận 2010	Kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận trung bình 2011-2015
Tiền gửi tại các tổ chức tín dụng	25%	10,5%	8,9%
Ủy thác đầu tư	45%	12,0%	10,5%
Đầu tư chứng khoán	20%	5,6%	9,1%
Trái phiếu	10%	8,0%	7,6%
Tổng cộng	100%		

Nguồn: VCSC

Trong dự phóng lợi nhuận hoạt động tài chính, chúng tôi giả định PVI sẽ trả phần lớn vốn ủy thác quản lý từ PVN vào cuối năm 2010 và không có thêm nhiều khoản ủy thác quản lý vốn cho PVI trong những năm tiếp theo. Điều này sẽ làm giảm đáng kể chi phí tài chính của PVI trong những năm tiếp theo, phần doanh thu tài chính dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ vào nguồn vốn bổ sung từ việc tăng vốn trong năm nay và từ nguồn lợi nhuận giữ lại.

Chúng tôi cũng giả định nguồn vốn trong những năm sau được đóng góp từ lợi nhuận giữ lại của công ty mặc dầu PVN đã có lộ trình giảm tỷ lệ sở hữu PVI từ 52% xuống còn 35% đến cuối năm 2012.

Dựa vào mức phân bổ tài sản đầu tư và kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận như trên, lợi nhuận trước thuế từ hoạt động đầu tư cho năm 2010 được dự báo sẽ đạt 241 tỷ đồng, tăng 23% so với năm trước. Theo đó, tổng lợi nhuận trước thuế từ hoạt động bảo hiểm và hoạt động đầu tư của PVI trong năm nay dự kiến sẽ đạt 338 tỷ đồng, tăng 54% so với năm trước. Với mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp năm nay của PVI vẫn ở mức 12,5%, lợi nhuận sau thuế cả năm dự kiến sẽ là 296 tỷ đồng, tăng 49% so với 2009.

Bảng 7: Dự phóng báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (triệu đồng)

KẾT QUẢ KINH DOANH (Triệu đồng)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Phí bảo hiểm gốc	3.525.525	4.380.828	5.477.600	6.822.675	8.284.184	9.924.331
Phí nhận tái bảo hiểm	282.042	361.418	465.596	596.984	745.577	893.190
Doanh thu thuần hoạt động bảo hiểm	1.606.034	2.076.964	2.646.895	3.390.629	4.277.485	5.298.588
Chi bồi thường bảo hiểm gốc	(482.934)	(653.089)	(858.555)	(1.105.836)	(1.408.147)	(1.797.666)
Tăng (giảm) dự phòng bồi thường	(301.350)	(376.582)	(473.638)	(602.377)	(726.865)	(883.737)
Lợi nhuận gộp hoạt động KDBH	821.750	1.047.293	1.314.702	1.682.415	2.142.473	2.617.184
Chi phí hoạt động LN trước thuế từ hoạt động KDBH	(724.915)	(935.672)	(1.183.162)	(1.504.592)	(1.901.342)	(2.341.976)
Lợi nhuận hoạt động tài chính	241.133	357.428	372.150	385.385	387.602	412.619
Lợi nhuận trước thuế TNDN	337.969	469.048	503.690	563.208	628.733	687.828
Thuế TNDN phải nộp	(42.246)	(117.262)	(125.922)	(140.802)	(157.183)	(171.957)
Lợi nhuận sau thuế	295.723	351.786	377.767	422.406	471.550	515.871

Nguồn: VCSC

So sánh với các công ty trong khu vực

Chúng tôi chọn chỉ số thị giá / giá trị sổ sách của cổ phiếu (P/B) để phản ánh hợp lý giá trị của cổ phiếu PVI vì đây là chỉ số nền tảng để định giá cổ phiếu của một doanh nghiệp, đặc biệt là các công ty trong ngành tài chính. Chúng tôi đã chọn một số nhà bảo hiểm cùng ngành trong khu vực, gồm những nhà bảo hiểm hoạt động trong nhiều phân khúc bảo hiểm để làm cơ sở so sánh cho PVI. Các công ty trong nước không được chọn để so sánh do chịu tác động đáng kể bởi cổ phiếu đang có P/B cao là Công ty bảo hiểm Bảo Việt.

P/B trung bình khu vực năm 2010 là 1,4 lần. Chúng tôi áp dụng P/B thấp hơn 20% so với mức này để phản ánh đúng đặc điểm thị trường mới nổi và quy mô vốn hóa còn khiêm tốn của thị trường chứng khoán Việt Nam. Với mức P/B so sánh là 1,1 lần và giá trị sổ sách của cổ phiếu PVI dự đoán tại thời điểm cuối năm 2010 là 23.450 đồng, giá trị hợp lý của cổ phiếu PVI là 26.000 đồng.

Bảng 8: So sánh với các công ty trong nước và khu vực:

Các công ty cùng ngành trong nước	Mã cổ phiếu	Ngành bảo hiểm	Vốn hoá (triệu USD)	PB	P/E
Tập đoàn Bảo Việt	BVH	Phi nhân thọ và nhân thọ	1,571,6	3,0	27,3
Bảo hiểm Bảo Minh	BMI	Phi nhân thọ và nhân thọ	61,6	0,5	12,0
Tổng Công ty CP Tái Bảo hiểm Quốc gia	VNR	Tái bảo hiểm	82,7	0,8	8,8
Trung bình			572,0	1,4	16,0
Tổng Công ty CP Bảo hiểm Dầu khí VN	PVI	Phi nhân thọ	160,0	0,9	11,1

Các công ty cùng ngành trong khu vực	Quốc gia	Ngành bảo hiểm	Vốn hoá (triệu USD)	P/B	P/E
LPI CAPITAL BHD	Malaysia	Phi nhân thọ	845,5	2,7	21,0
BANGKOK INSURANC	Thailand	Phi nhân thọ	591,7	1,2	15,7
PACIFICMAS BHD	Malaysia	Phi nhân thọ	254,3	1,4	17,0
ALLIANZ MALAYSIA	Malaysia	Phi nhân thọ và nhân thọ	205,0	1,1	13,1
DHIPAYA INSURANC	Thailand	Phi nhân thọ	192,2	1,5	5,8
MNRB HOLDINGS	Malaysia	Tái bảo hiểm	184,6	0,6	14,0
JERNEH ASIA BHD	Malaysia	Phi nhân thọ và nhân thọ	173,6	1,1	19,7
AYUDHYA INSUR	Thailand	Phi nhân thọ	140,6	0,8	12,9
MUANG THAI INSUR	Thailand	Phi nhân thọ	121,5	1,0	14,2
SIAM COMMERCIAL	Thailand	Phi nhân thọ	113,7	2,2	12,9
			282,3	1,4	14,6
Discount	20%			1,1	11,7

Nguồn: Bloomberg, ngày 28/09/2010

Định nghĩa các khuyến nghị

MUA	Cổ phiếu được chúng tôi đánh giá cao. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư đạt 20%/năm hoặc hơn, với ít rủi ro giảm giá
GIỮ	Cổ phiếu theo chúng tôi đã được định giá hợp lý. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư đạt dưới 20%/năm nhưng rủi ro giảm giá không cao.
BÁN	Cổ phiếu không được chúng tôi đánh giá cao. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư thấp với nhiều rủi ro giảm giá.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
17-09-2010	MUA	20.500	26.000

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, TPHCM, Việt Nam

Tel: (84 8) 3914 3588 | Fax: (84 8) 3914 3209

<http://www.vcsc.com.vn>