

MCK: BVH (HSX)**TẬP ĐOÀN BẢO VIỆT****BÁN TRUNG HẠN****ĐỊNH GIÁ 21.500****Chuyên viên: Đoàn Thị Thanh Trúc**

Email: truc.dtt@vdsc.com.vn

Điện thoại: 08-6299 2006 (Ext 342)

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 08/11/12) (VND)	29.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	73.300
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	25.000
Số CP đang lưu hành	680.471.434
KLGBQ/phiên (3 tháng gần nhất)	463.728
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	19.734
P/E ngành (x)	13,4
Trailing P/E (x)	13,5
Forward P/E (2012) (x)	14,6
P/B ngành(x)	1,6
P/BV (BV 30/09/12) (x)	1,8
Div Yield (2012) (%)	4,1

Nguồn: Stox, RongViet Securities

Thông tin tài chính

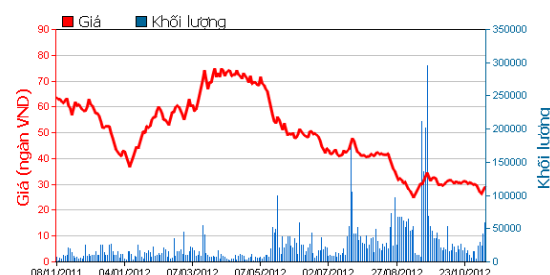
Đv: Tỷ đồng	2010A	2011A	6T/12	2012F
Doanh thu bảo hiểm				
Phí BH nhân thọ	4.046	4.494	2.426	4.945
Phí BH phi nhân thọ	4.198	4.877	2.548	5.657
Dự phòng Ng.vụ BH	18.838	19.675	20.326	20.876
Lợi nhuận				
KD Bảo Hiểm	-481	-187	-227	
HĐ Ngân hàng	283	431	269	
HĐ khác	-214	-239	-158	
HĐ tài chính	1.611	1.468	1.112	
LNTT hợp nhất	1.255	1.521	1.027	1.800
LNST hợp nhất	953	1.201	679	1.350
Tài sản&Vốn				
Vốn điều lệ	6.267	6.805	6.805	6.805
Vốn chủ sở hữu	10.668	11.666	11.498	12.157
Tổng tài sản	44.768	43.581	47.135	45.035
Chỉ số tài chính				
ROE	9,9	10,8	-	11,1
ROA	2,4	2,7	-	3,0
EPS* (VND)	1.577	1.768	998	1.983
BV (VND/cp)	17.022	17.143	16.900	17.865
Cổ tức (%)	11,0	12,0	-	12,0

Nguồn: BCTC BVH, RongViet Securities

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu BVH do mức giá hiện tại đang cao hơn mức giá hợp lý để đầu tư, theo nhận định của người phân tích, là 21.500 – 24.400 đồng/cổ phần, tương đương giá trị vốn hóa khoảng 14.630 tỷ đồng – 16.604 tỷ đồng. Trên thực tế, giá trị thương hiệu và hệ thống mạng lưới mà Tập Đoàn Bảo Việt đã xây dựng trong quá trình gần 50 năm chưa được đánh giá một cách đầy đủ trong ước tính giá trị hợp lý nêu trên. Tuy nhiên, đối với nhà đầu tư đại chúng, hiệu quả kinh doanh cần tương xứng với vị thế và tiềm năng doanh nghiệp.

- Kết quả kinh doanh năm 2012 dự báo đạt kế hoạch. Doanh thu hoạt động bảo hiểm tăng trưởng nhanh hơn thị trường chung tuy nhiên, các hoạt động ngân hàng, chứng khoán và đầu tư tiếp tục gặp những khó khăn. Do vậy, trong ngắn hạn, BVH chưa thể hiện tính hấp dẫn cho các nhà đầu tư cơ hội. Về dài hạn, BVH cần lợi nhuận hóa những lợi thế mà Tập đoàn đã xây dựng trong quá trình hình thành và phát triển lâu đời của mình.
- Thanh khoản thấp khiến giá cổ phiếu dễ bị tác động. Tỷ lệ cổ phiếu được nắm giữ bởi Bộ Tài Chính và các cổ đông lớn đã lên đến 92,2% (chưa kể đến các quỹ ETFs) khiến thanh khoản BVH khá thấp. Cung hạn hẹp đã đẩy giá cổ phiếu này lên khá cao (6x – 7x) sau các đợt mua vào của các quỹ ETFs. Theo những đánh giá dựa trên các yếu tố cơ bản, giá đã đi khá xa mức hợp lý. Chính vì vậy, thông tin HSBC xem xét cơ cấu lại danh mục và có khả năng sẽ thoái vốn tại BVH đã khiến giá cổ phiếu này trượt dài từ 6x -7x về quanh mức 3x. Do mức giá được tạo nên do cung khan hiếm và những kỳ vọng về tiềm năng dài hạn trong khi thị trường tài chính đang đối mặt với nhiều khó khăn, rủi ro giảm giá đối với cổ phiếu này là khá cao.

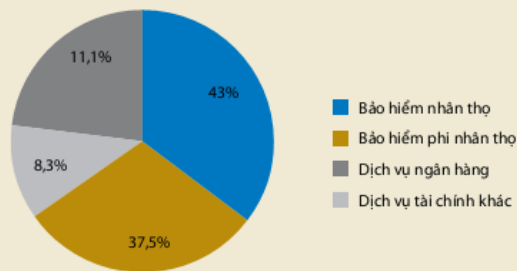
Cơ hội đầu tư khi giá thị trường điều chỉnh. Nhà đầu tư có thể quan tâm đến cổ phiếu này có thể tiếp tục xem xét đầu tư tại các mức giá dưới 25.000 đồng/cp. Do BVH là Tập đoàn tài chính, dẫn đầu trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ lẫn nhân thọ tại thị trường Việt Nam. Tình hình tài chính nhìn chung lành mạnh, không chịu gánh nặng nợ vay như khá nhiều tập đoàn kinh tế khác. Bên cạnh đó, thị trường bảo hiểm tuy cạnh tranh khá gay gắt nhưng vẫn là một thị trường rất tiềm năng do thu nhập bình quân đầu người tại Việt Nam đang ngày càng cải thiện và tỷ lệ tham gia bảo hiểm còn thấp. Chính vì vậy, dư địa cho sự tăng trưởng của BVH vẫn còn khá tốt.

Đồ thị giá 52 tuần

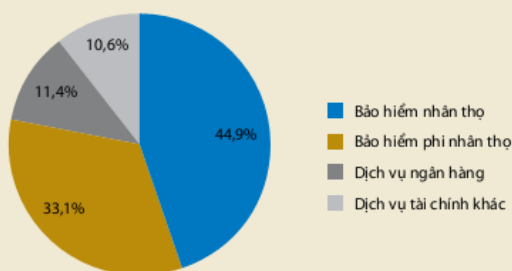
Nguồn: HSX

PHÂN TÍCH VÀ DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

CƠ CẤU DOANH THU HỢP NHẤT 2011



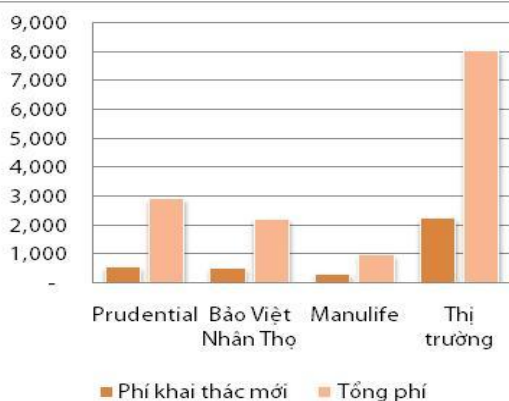
CƠ CẤU LNTT HỢP NHẤT 2011



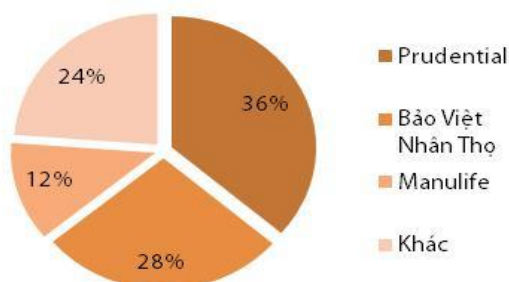
Nguồn: Báo cáo thường niên BVH 2011

Tình hình khai thác bảo hiểm nhân thọ 6T/2012

Đơn vị: tỷ đồng



Thị phần tổng phí bảo hiểm nhân thọ 6T/2012



Hoạt động kinh doanh

Với cơ cấu tập đoàn, Bao Viet Holding (BVH) có ba mảng đóng góp chính vào kết quả kinh doanh là bảo hiểm nhân thọ, bảo hiểm phi nhân thọ và hoạt động ngân hàng. Các hoạt động khác còn lại gồm đầu tư, bất động sản, quản lý quỹ.

Bảo hiểm nhân thọ

Đây là hoạt động kinh doanh mang lại doanh thu và lợi nhuận lớn nhất cho BVH trong các năm gần đây, thường đóng góp từ 43 – 45% trong tổng doanh thu và lợi nhuận của Tập đoàn.

Trên thị trường, Bảo Việt Nhân Thọ đang giữ vị trí số 2 sau Prudential, với thị phần khoảng 27,7% trong 6 tháng đầu năm, cải thiện so với quý 1 (26,7%).

Theo số liệu từ báo cáo tài chính, doanh thu thuần phí bảo hiểm nhân thọ đến cuối tháng 6 là 2.109 tỷ đồng, tăng 8,1% so với cùng kỳ năm trước, trong đó phí bảo hiểm khai thác mới đạt 535 tỷ đồng, theo sát mức 564 tỷ đồng của Prudential. Hợp đồng hiệu lực cuối kỳ đạt 1.260.839 hợp đồng, trong đó số lượng hợp đồng khai thác mới đạt 80.512 hợp đồng. Tuy có mức doanh thu phí đứng thứ 2 thị trường bảo hiểm nhân thọ nhưng tổng mức trách nhiệm lại không nằm trong top 3 (Prudential, Dai-ichi Life và ACE Life), cho thấy Bảo Việt Nhân Thọ đang giữ tỷ trọng thấp nhóm sản phẩm bảo hiểm đầu tư (có đặc tính giá trị bảo hiểm cao).

Mức chi trả bảo hiểm của Bảo Việt trong 6 tháng lên đến 1.721 tỷ đồng, cao nhất trong các công ty bảo hiểm nhân thọ trên thị trường.

Tiếp tục với tình hình khai thác bảo hiểm mới ngày càng khả quan, tính chung tám tháng, Bảo Việt Nhân Thọ vượt qua Prudential, dẫn đầu doanh thu phí khai thác mới, đạt 760 tỷ đồng, tăng 22% so với cùng kỳ. Tổng doanh thu ước đạt 4.700 tỷ đồng, trong đó, doanh thu phí bảo hiểm đạt trên 3.230 tỷ đồng và doanh thu tài chính đạt 1.450 tỷ đồng. Lợi nhuận trước thuế 8 tháng đầu năm ước đạt 455 tỷ đồng, tăng trưởng trên 12,5%. Trên quan điểm thận trọng và sự tăng trưởng ổn định của thị trường bảo hiểm nhân thọ, chúng tôi dự báo Bảo Việt Nhân Thọ sẽ đạt được kế hoạch đặt ra, tương đương với doanh thu phí bảo hiểm khoảng 4.945 tỷ đồng, tăng 10% so với năm 2011 và lợi nhuận trước thuế khoảng 685 tỷ đồng.

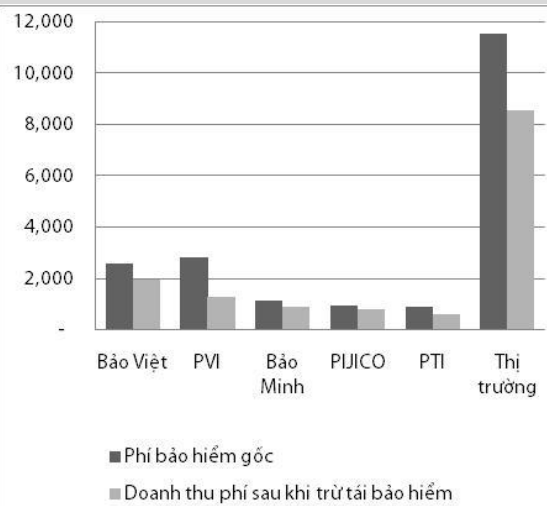
Bảo hiểm phi nhân thọ

Bảo Việt phi nhân thọ (Bảo hiểm Bảo Việt) có đóng góp khoảng 37,5% doanh thu và 33,1% vào lợi nhuận chung của Tập đoàn, đứng sau Bảo Việt Nhân Thọ. BH Bảo Việt đang đuổi kịp Bảo Việt Nhân Thọ về doanh thu do tốc độ tăng trưởng cao hơn tuy nhiên vẫn còn một khoảng cách khá xa về lợi nhuận.

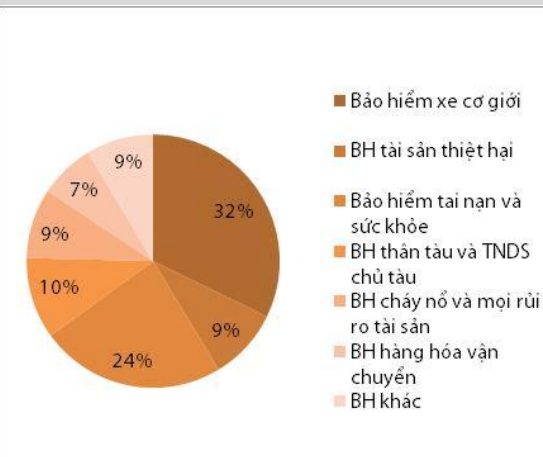
Trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ, BH Bảo Việt đứng thứ 2 sau PVI về doanh thu phí bảo hiểm gốc. Tính đến hết tháng Tám, doanh thu phí bảo hiểm gốc của

Tình hình khai thác bảo hiểm phi nhân thọ 6 tháng 2012

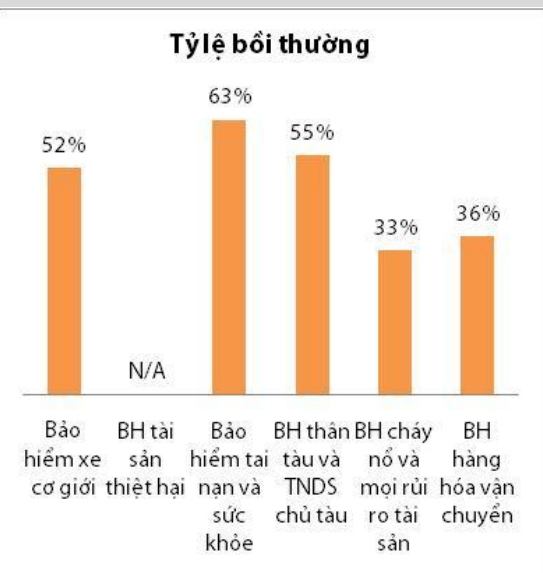
Đơn vị: tỷ đồng



Cơ cấu doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ của Bảo Việt (6 tháng 2012)



Tỷ lệ bồi thường bảo hiểm phi nhân thọ (6T/2012)



Bảo Việt đạt 3.361 tỷ đồng, tăng 16,1% so với cùng kỳ, cao hơn mức tăng trưởng bình quân thị trường là 12,9%. Do đó, thị phần của Bảo Việt được cải thiện từ 22,1% tháng 6 lên 22,5% tính đến hết tháng 8. Tuy nhiên, sau khi trừ đi khoản mục tái bảo hiểm, Bảo Việt hiện đang dẫn đầu về năng lực bảo hiểm. Các nhóm sản phẩm Bảo Việt hiện đang đứng đầu là bảo hiểm xe cơ giới, bảo hiểm tai nạn và sức khỏe con người. Đây là 2 nhóm sản phẩm bảo hiểm có tỷ lệ bồi thường cao nhất trên thị trường.

Nhìn chung, BH Bảo Việt đang chiếm ưu thế trong 2/3 nhóm dịch vụ bảo hiểm có doanh thu phí cao nhất thị trường, nhóm còn lại là bảo hiểm tài sản thiệt hại (bao gồm bảo hiểm dầu khí thuộc độc quyền của PVI và một số hoạt động bảo hiểm xây dựng, lắp đặt...). BH Bảo Việt cùng với PVI hiện đang nắm gần 50% thị phần bảo hiểm phi nhân thọ, trong khi 29 công ty còn lại đang tích cực cạnh tranh để giành giật thị phần còn lại. Điều này cho thấy khả năng tăng trưởng bứt phá ra khỏi mức tăng chung của thị trường là điều khá khó khăn.

Do vậy, dựa vào số liệu đạt được trong 8 tháng, chúng tôi dự báo cả năm BH Bảo Việt sẽ đạt doanh thu phí bảo hiểm gốc khoảng 5.657 tỷ đồng, tăng 16% so với năm trước. Tuy nhiên, tỷ lệ bồi thường có dấu hiệu tăng lên đối với 2 nghiệp vụ bảo hiểm chủ chốt so với cùng kỳ năm ngoái. Cụ thể, tỷ lệ bồi thường đối với nghiệp vụ bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm tai nạn & sức khỏe con người lần lượt ở mức 52% và 63% so với các con số 47,3% và 60,9% của 6 tháng 2011. Chúng tôi ước tính tỷ lệ bồi thường của BH Bảo Việt cả năm 2012 sẽ ở quanh mức 50%. Chi phí quản lý và bán hàng không có biến động nhiều so với 6 tháng đầu năm. Bên cạnh đó thu nhập tài chính dự báo sẽ giảm nhẹ so với 6 tháng đầu năm do xu hướng giảm lãi suất. Với những giả định trên, lợi nhuận trước thuế cả năm 2012 ước đạt khoảng 520 tỷ đồng.

Hoạt động ngân hàng

Hoạt động ngân hàng mới được BVH mở rộng trong năm 2009 với sự thành lập Ngân hàng TMCP Bảo Việt (BVH nắm giữ tỷ lệ 52% vốn). Với lợi thế có nguồn vốn và lượng khách hàng dồi dào từ Tập đoàn, Bảo Việt Bank có tầm nhìn trở thành ngân hàng bán lẻ hàng đầu về chủng loại sản phẩm và chất lượng dịch vụ.

Thực tế, hoạt động ngân hàng đã có sự đóng góp khả quan vào kết quả kinh doanh chung của BVH năm 2011, hơn 11% trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận. Tuy vậy, hiệu quả kinh doanh của mảng này lại có xu hướng giảm dần, một phần do tác động khách quan của những khó khăn trên thị trường ngân hàng.

Theo báo cáo tài chính quý III ngân hàng Bảo Việt vừa công bố, hầu hết các chỉ tiêu đều sụt giảm so với kỳ trước và cả cùng kỳ năm ngoái. Cho vay khách hàng chỉ đạt 5.659 tỷ đồng, giảm 14,7% so với đầu năm. Tiền gửi khách hàng cũng giảm đến 23,4%, còn 5.390 tỷ đồng.

Mặc dù quy mô còn khá nhỏ và việc tăng trưởng kinh doanh gặp khó khăn thì Bảo Việt Bank cũng không tránh khỏi tình trạng nợ xấu tăng mạnh. Tính đến thời điểm 30/9, tổng nợ xấu lên đến 355 tỷ đồng, chiếm tỷ lệ 6,1% tổng dư nợ cho vay;

Chỉ tiêu tài chính ngân hàng TMCP Bảo Việt

	2010A	2011A	9T/2012
Chỉ tiêu tài chính			
Dư nợ cho vay	5.582	6.633	5.659
Vốn huy động	7.291	7.030	5.390
Tổng tài sản	13.721	13.225	12.473
Vốn điều lệ	1.500	1.500	1.500
Vốn CSH	1.649	1.671	1.636
LN sau thuế	116	133	74
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Dư nợ cho vay		18,8%	-14,7%
Vốn huy động		-3,6%	-23,3%
Chỉ số tài chính			
Dư nợ/ Tổng tài sản	40,7%	50,2%	45,4%
Dư nợ/ Vốn huy động	76,6%	94,4%	105,0%
Tỷ lệ nợ xấu	0,80%	8,2%	6,1%

Nguồn: BaoVietBank

trong đó, nợ có khả năng mất vốn là 170 tỷ đồng. Chính vì vậy, chi phí trích lập dự phòng trong quý III đã tăng vọt lên 40,5 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ chỉ ở mức 4,9 tỷ. Đây là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận sau thuế quý III của Bảo Việt Bank chỉ đạt 5,2 tỷ đồng, lũy kế 9 tháng là 73,9 tỷ đồng, còn khá xa vời với các mục tiêu lợi nhuận trước thuế đặt ra là 200 tỷ đồng, tăng 30% so với năm 2011.

Với tình hình hoạt động tín dụng chưa thể cải thiện trong quý IV của năm nay và tỷ lệ nợ cần chú ý (nhóm nợ có nguy cơ trở thành nợ xấu) tăng mạnh, hiện đang là 1.266,3 tỷ đồng, tương đương 21,8%. Do vậy, dự kiến trong quý IV, Bảo Việt Bank vẫn phải trích lập một khoảng dự phòng rủi ro tín dụng khoảng 30 tỷ đồng. Lợi nhuận trước thuế quý IV chỉ khoảng 17 – 20 tỷ đồng, tương đương cả năm ở mức 115,5 tỷ đồng; lợi nhuận sau thuế 86,7 tỷ đồng.

Với dự phóng như trên, Bảo Việt Bank có khả năng sẽ thêm một năm không đạt kế hoạch đặt ra. Ở quy mô nhỏ, nhưng hoạt động kiểm soát rủi ro đã bộc lộ sự yếu kém, tỷ lệ nợ xấu chiếm tỷ trọng quá cao, tỷ lệ nợ cần chú ý cũng tăng lên qua từng quý. Đây thật sự là điều đáng lo ngại. Trong khi đó, theo báo cáo quý III của BVH, Tập đoàn này đã tiến hành tăng phần vốn góp vào Bảo Việt Bank tương ứng với tỷ lệ sở hữu 52% để nâng vốn điều lệ ngân hàng này lên 3.150 tỷ đồng (có thể hoàn tất trong quý IV).

Hoạt động của các công ty con trong lĩnh vực chứng khoán, bất động sản,...*Chứng khoán Bảo Việt (BVS)*

Kết quả kinh doanh quý III có sự sụt giảm về doanh thu môi giới và các nguồn thu khác. Nhiên việc tiết kiệm chi phí (cụ thể là chi phí quản lý doanh nghiệp) đã giúp BVS không lỗ trong quý III như khá nhiều các công ty chứng khoán khác mà ghi nhận một khoản lợi nhuận sau thuế 10,4 tỷ đồng, lũy kế 9 tháng đạt 75,9 tỷ đồng. Tương tự, với diễn biến thị trường đầu quý IV chưa cho thấy khả năng phục hồi, doanh thu môi giới và các dịch vụ khác dự kiến chỉ duy trì như quý III. Số liệu về danh mục đầu tư cuối quý III cho thấy BVS đã tiến hành thanh lý khoảng 40 tỷ đồng giá trị ghi sổ chứng khoán niêm yết và khoản dự phòng tăng nhẹ lên so với cuối quý II. Lợi nhuận quý IV, theo chúng tôi chỉ trong khoảng dưới 15 tỷ đồng sau thuế. Như vậy, cả năm BVS dự kiến chỉ đạt khoảng 90,9 tỷ đồng.

Điều cần lưu ý là khoản đầu tư 100 tỷ đồng trái phiếu công ty NBB (có thể chấp) đến hạn vào 4/8 hiện chưa được thanh toán và đã đưa vào khoản phải thu với thông tin NBB sẽ xin trả chậm đến cuối năm.

Bất động sản

Hoạt động kinh doanh bất động sản hiện tại do CTCP Đầu Tư Bảo Việt (BVH nắm giữ 55%) đảm nhận, hiện đang dừng lại ở quản lý BĐS, góp vốn đầu tư vào các dự án bất động sản, xây lắp và kinh doanh vật liệu xây dựng. Trong báo cáo tài chính 6 tháng hợp nhất, lợi nhuận đóng góp không đáng kể, doanh các khoản thu cho thuê văn phòng đối với các công ty con đã được loại trừ. Trong khi đó, các dự án Bảo Việt Invest tham gia góp vốn chưa có nguồn thu.

Giá trị danh mục đầu tư 9 tháng/2012

Đơn vị: tỷ đồng	Giá trị đầu tư
Tiền gửi ngắn hạn	503
Đầu tư ngắn hạn	2.893
Đầu tư dài hạn	1.847
- Công ty liên doanh liên kết	177
- Trái phiếu	545
- Tiền gửi kỳ hạn	200
- Đầu tư khác (CK vốn)	831
- Đầu tư vào BVF1	94
Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn	(663)
Tổng	4.581

Nguồn: Báo cáo tài chính riêng quý III/2012

Một số chỉ tiêu quan trọng

Đơn vị: %	2010	2011	6T/12	2012F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Phí BH nhân thọ	9,0	11,1	-	10,0
Phí BH phi nhân thọ	13,9	16,2	-	16,0
Tổng tài sản	32,7	-2,7	8,2	3,3
Vốn CSH	6,5	9,4	-1,4	4,2
LN sau thuế	6,8	26,0	-	12,4
Chỉ số tài chính				
Tỷ lệ bồi thường (phi nhân thọ)	43,9	47,9	45,5	50,0
Tỷ lệ LNHKD bảo hiểm	-5,3	0,3	-5,7	N/A
Dự phòng nghiệp vụ/DTT (lần)	2,9	2,5		N/A
ROE	9,9	10,8	10,8	11,1
ROA	2,4	2,7	2,7	3,0

Hoạt động đầu tư

Hoạt động đầu tư của hai công ty con có tài sản lớn là Bảo Việt Nhân Thọ và Bảo Hiểm Bảo Việt có đặc trưng là tiền gửi và trái phiếu chiếm tỷ trọng lớn, có thu nhập lãi ổn định, thanh khoản cao, rủi ro thấp để phục vụ nhu cầu thanh toán, bồi thường. Các thu nhập đầu tư đã được ước tính ở phần trên, ở đây chỉ phân tích hoạt động đầu tư của công ty mẹ.

Với tổng giá trị vốn đầu tư ròng (gồm ngắn hạn và dài hạn) là 4.85,3 tỷ đồng (30/9/2012). Dựa trên một số thuyết minh về lãi suất trái phiếu, tiền gửi,... chúng tôi ước tính thận trọng lợi nhuận tài chính từ hoạt động đầu tư của Công ty mẹ sẽ vào khoảng 102 tỷ đồng trong quý IV và cả năm khoảng 470 tỷ đồng.

Dự báo kết quả kinh doanh cả năm 2012

Với việc dự báo chi tiết các mảng kinh doanh của Tập đoàn Bảo Việt, lợi nhuận trước thuế sáu tháng cuối năm ước đạt 773 tỷ đồng, thấp hơn so với con số 6 tháng đầu năm là 1.027 tỷ đồng chủ yếu do thu nhập tài chính giảm (lãi suất giảm) và chi phí bồi thường được dự phóng thận trọng. Cả năm 2012, tổng lợi nhuận trước thuế BVH ước đạt 1.800 tỷ đồng, cao hơn 5% so với kế hoạch đặt ra. Lợi nhuận sau thuế vào khoảng 1.350 tỷ đồng, tương ứng EPS đạt 1.983 VND/CP.

Phân tích tài chính

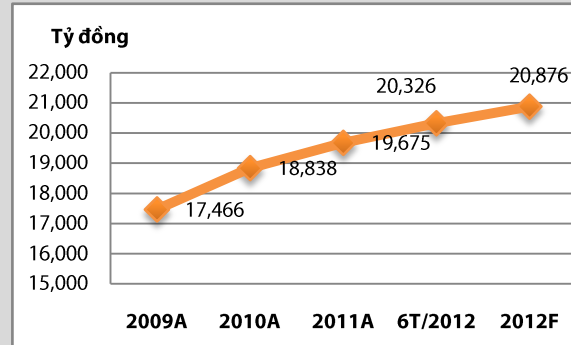
Trong ba năm vừa qua, BVH luôn duy trì được mức tăng trưởng tương đối so với ngành. Là doanh nghiệp bảo hiểm có thị phần nằm trong Top2 đối với cả hai lĩnh vực nhân thọ và phi nhân thọ, BVH luôn đối mặt với sự cạnh tranh của các công ty nhỏ và mới nên việc duy trì được tốc độ tăng trưởng từ 9 – 11% là kết quả đáng khích lệ. Tuy vậy, hoạt động kinh doanh bảo hiểm nhìn chung vẫn còn đang lỗ về nghiệp vụ và nguồn đem lại lợi nhuận chủ yếu là hoạt động tài chính, nhờ vào nguồn vốn dự phòng nghiệp vụ và vốn chủ sở hữu.

Tổng tài sản sau khi tăng mạnh vào năm 2010 đã giảm lại 2,7% trong năm 2011 và theo dự báo chỉ tăng nhẹ trong năm nay do chính sách thận trọng trong hoạt động đầu tư.

Lợi nhuận sau thuế của BVH đã tăng 1,27 lần trong giai đoạn 2011 -2008, bình quân mỗi năm tăng 42,3%, chủ yếu do tác động của năm 2009, thị trường tài chính phục hồi. Do vậy, việc lặp lại tốc độ tăng này trong thời gian tới là khó xảy ra. Trong năm nay, dự báo lợi nhuận sau thuế tăng 12,4%.

Tỷ lệ bồi thường (BH phi nhân thọ). Bảo hiểm Bảo Việt giữ tỷ trọng lớn tại một số nhóm bảo hiểm phi nhân thọ trên thị trường như bảo hiểm xe cơ giới, Bảo hiểm tai nạn và sức khỏe con người. Tỷ lệ bồi thường nhìn chung cao hơn mức bình quân toàn thị trường, tuy nhiên, BH Bảo Việt chưa phải là công ty có tỷ lệ bồi thường cao nhất.

Tỷ lệ Lợi nhuận hoạt động kinh doanh bảo hiểm/doanh thu. Bảo Việt cũng như hầu hết các công ty bảo hiểm trên thị trường Việt Nam thường bị lỗ trong nghiệp vụ kinh doanh bảo hiểm. Trong 3 năm gần đây, chỉ riêng năm 2011, Bảo Việt lời một khoản nhỏ, các năm khác đều có mức lỗ khoảng ~5% trên doanh thu.

Kết dư dự phòng nghiệp vụ

Dự phòng nghiệp vụ/doanh thu thuần. Với quá trình hình thành lâu đời, BVH đã kết dư khoảng dự phòng nghiệp vụ khá lớn, lên tới 20.326 tỷ đồng (tại 30/06/2012). Tỷ lệ dự phòng nghiệp vụ trên doanh thu đạt 2,5 lần (năm 2011), cao và đảm bảo an toàn cho hoạt động bồi thường và chi trả đáo hạn.

Tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản bằng 0. Đây chính là một trong những điểm được nhà đầu tư đánh giá cao. Là một tập đoàn tài chính, nguồn thu phí bảo hiểm và dự phòng nghiệp vụ tích lũy cùng với các khoản đầu tư vào vốn chủ sở hữu với mức giá có thặng dư của các nhà đầu tư chiến lược đem lại cho BVH nguồn tài chính dồi dào.

Chỉ số ROE, ROA

Chỉ số ROA và ROE xoay quanh mức từ 2,4% – 3% và 10% – 11%. Nhìn chung đây là mức thấp so với mức bình quân toàn thị trường và thấp hơn so với lĩnh vực ngân hàng nhưng trội hơn so với các doanh nghiệp bảo hiểm hiện đang niêm yết. ROA thấp một phần do đặc thù hoạt động bảo hiểm phải tích lũy nguồn dự phòng nghiệp vụ dưới dạng tài sản thanh khoản cao (đầu tư trái phiếu, tiền gửi ngân hàng,...mức sinh lời thấp) trong khi lợi nhuận nghiệp vụ kinh doanh bảo hiểm vẫn thường là con số âm. Tương tự, ROE thấp do suất sinh lời trên tài sản thấp, BVH lại không vay nợ, không dùng đòn bẩy và một số khoản đầu tư tài chính của Tập đoàn chưa đóng góp vào hiệu quả kinh doanh. Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng, BVH sẽ chú trọng nâng cao hiệu quả khai thác vốn và duy trì sự tăng trưởng tốt của hoạt động kinh doanh bảo hiểm. Như vậy, khi điều kiện thị trường tài chính được cải thiện, các chỉ số sinh lời này cũng sẽ được cải thiện nhanh chóng.

ĐỊNH GIÁ

BVH có vị trí đầu ngành trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ, đứng thứ hai về bảo hiểm nhân thọ trên thị trường Việt Nam. Bên cạnh đó, mạng lưới rộng trên toàn quốc và thương hiệu lâu đời, quen thuộc đối với nhiều thế hệ giúp vị trí BVH vẫn đang được củng cố và Tập đoàn đã mở rộng ra nhiều ngành thuộc lĩnh vực tài chính khác như ngân hàng, chứng khoán, bất động sản, đầu tư,... Đây là những điểm cộng khi dùng phương pháp so sánh để định giá BVH.

Tuy vậy, hiệu quả kinh doanh nhìn chung chưa tương xứng với quy mô và sự năng động của các công ty bảo hiểm mới, các công ty bảo hiểm nước ngoài sẽ là nguy cơ đối với vị trí dẫn đầu của BVH.

P/E và P/B bình quân ngành bảo hiểm loại bỏ BVH vào khoảng 6,3x và 0,6x. Bên cạnh đó, tham khảo số liệu các công ty bảo hiểm có quy mô vốn hóa từ 1 – 5 tỷ USD niêm yết trên NYSE, P/E trung bình ở mức 9,4x. Cân nhắc các lợi thế, tiềm năng và những điểm yếu của BVH trong điều kiện thị trường có biến động khá rủi ro như hiện tại, người phân tích cho rằng P/E và P/B hợp lý được xác định trong khoảng 9,4x và 1,5x. Dùng EPS 2012 dự phóng và giá trị sổ sách tại thời điểm 30/9/2012 với tỷ lệ bằng nhau của 2 phương pháp so sánh, giá trị hợp lý của BVH vào khoảng 21.525 đồng/cổ phần.

- EPS 2012 dự báo đạt 1.983 đồng/cp
- Giá trị sổ sách Tập đoàn Bảo Việt tại thời điểm 30/09/2012 ước tính vào khoảng 16.273 đồng/cp

Kết quả định giá

Mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	18.640	50%	9.320
P/BV	24.410	50%	12.205
Giá bình quân		100%	21.525

Lưu ý giá trị ước tính của BVH theo phương pháp P/E và P/BV thể hiện đặc thù tính thị trường. Do đó, kết quả định giá này có giá trị tham chiếu trong một khoảng thời gian nhất định và cần cân nhắc khi thị trường có những biến động đột biến.

Như vậy, giá trị hợp lý của BVH vào khoảng **21.525 đồng/cổ phần**.

PHỤ LỤC

MCK: BVH (HSX)**TẬP ĐOÀN BẢO VIỆT****Tập Đoàn Bảo Việt**

Số 8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: (84 – 4) 3928 9898

Fax: (84 – 4) 3928 9999

Website: www.baoviet.com.vn

Thành lập: Năm 1964**Cổ phần hóa:** Năm 2007**Niêm yết:** Năm 2009**Ban Quản Trị**

- Lê Quang Bình, CT. HĐQT
- Nguyễn Thị Phúc Lâm, TV.HĐQT, TGD.
- Trần Trọng Phúc, TV.HĐQT.
- Nguyễn Đức Tuấn, TV.HĐQT.
- Dương Đức Chuyển, TV. HĐQT.
- Charles Bernard Gregory, TV. HĐQT.
- Trần Hữu Tiến, TV. HĐQT.
- Nguyễn Quốc Huy, TV. HĐQT.
- Nguyễn Trung Thực, Trưởng BKS

Ban Điều Hành

- Nguyễn Thị Phúc Lâm, TV.HĐQT, TGD
- Lê Hải Phong, GĐ Tài Chính kiêm BDS
- Phan Tiến Nguyên, GĐ Nhân Lực
- Dương Đức Chuyển, TV. HĐQT, GĐ Đầu Tư
- Alan Royal, GĐ Công nghệ thông tin
- Abhishek Sharma, GĐ Quản lý rủi ro
- Hoàng Việt Hà, GĐ hoạt động
- Nguyễn Thanh Sơn, GĐ Bất Động Sản
- Thân Hiền Anh, GĐ Chiến lược

TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG**GIỚI THIỆU**

Tập đoàn Bảo Việt (Bảo Việt) tiền thân là Công ty Bảo hiểm Việt Nam thành lập năm 1964. Năm 2008 đi vào hoạt động theo mô hình Tập đoàn Công ty mẹ - Công ty con. BVH thực hiện phát hành cổ phiếu và chịu trách nhiệm chi trả cổ tức cho cổ đông theo kết quả kinh doanh của Tập đoàn, thực hiện chức năng đầu tư vốn vào các công ty con, công ty liên kết, kinh doanh dịch vụ tài chính và các lĩnh vực khác theo quy định của pháp luật. Tập đoàn Bảo Việt đầu tư nắm giữ 100% vốn điều lệ tại 3 Công ty thành viên bao gồm:

- Tổng Công ty Bảo hiểm Bảo Việt (với mạng lưới 66 công ty thành viên tại tất cả các tỉnh, thành trên toàn quốc); vốn điều lệ 1.500 tỷ đồng.
- Tổng Công ty Bảo Việt Nhân thọ (mạng lưới 60 công ty thành viên); ; vốn điều lệ 1.500 tỷ đồng.
- Công ty Quản lý Quỹ Bảo Việt (là 1 trong 2 công ty quản lý quỹ có tổng tài sản quản lý lớn nhất Việt Nam); vốn điều lệ 50 tỷ đồng.

Và nắm giữ cổ phần chi phối tại 4 công ty thành viên khác, bao gồm:

Công ty con, liên doanh (30/06/2012)

Công ty con	Lĩnh vực hoạt động	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu
Bảo Việt Bank	Ngân hàng	3.150,0	52%
CTCP CK Bảo Việt	Chứng khoán	1.159,6	59,92%
Đầu tư Bảo Việt	Đầu tư, bất động sản	200,0	55%
TNHH Bảo Việt - Âu Lạc	Hướng nghiệp	60,7	60%

Một số cổ đông lớn tiêu biểu :

- ✓ Bộ Tài Chính: 70,91 %
- ✓ HSBC Insurance (Asia Pacific) Holdings Limited: 18%
- ✓ Tổng Công Ty Đầu Tư và Kinh Doanh vốn Nhà Nước : 3,26%

Hoạt động kinh doanh

Tập Đoàn Bảo Việt hiện có năm mảng hoạt động chính bao gồm bảo hiểm (bảo hiểm phi nhân thọ và nhân thọ), ngân hàng, chứng khoán, đầu tư (bất động sản,...), dịch vụ quản lý quỹ. Ngoài 3 công ty được thành lập bởi 100% vốn của BVH là Bảo hiểm Bảo Việt, Bảo Việt Nhân Thọ và công ty Quản Lý Quỹ Bảo Việt, các công ty còn lại được BVH đầu tư với tỷ lệ chi phối.

Hoạt động bảo hiểm nhân thọ được thực hiện bởi TCT Bảo Việt Nhân Thọ

Năm 1996, Bảo Việt là doanh nghiệp đầu tiên triển khai loại hình bảo hiểm nhân thọ tại Việt Nam.

Ngày 01/01/2004, Bảo Việt Nhân thọ được tách khỏi Tổng Công ty Bảo hiểm Việt Nam để trở thành doanh nghiệp hạch toán độc lập. Tháng 11/2007, cùng với việc Tổng Công ty Bảo hiểm Việt Nam chuyển đổi thành mô hình Tập đoàn cổ phần, Bảo Việt Nhân thọ cũng đã chuyển đổi thành Tổng Công ty Bảo Việt Nhân thọ hoạt động theo mô hình Công ty TNHH một thành viên do Tập đoàn Bảo Việt sở hữu 100% vốn.

Là một trong những doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ hàng đầu Việt Nam, Bảo Việt Nhân thọ có hệ thống mạng lưới 60 công ty thành viên và hơn 200 điểm phục vụ khách hàng trên toàn quốc, đội ngũ gần 2.200 cán bộ và 24.000 đại lý.

Sau hơn 15 năm hoạt động, Bảo Việt Nhân thọ đã phục vụ và bảo vệ kế hoạch tài chính cho hơn 5 triệu khách hàng với tổng số tiền bảo hiểm gần 113 nghìn tỷ đồng. Bảo Việt Nhân thọ đã chi trả hơn 12 nghìn tỷ đồng đến hơn 1 triệu khách hàng, giải quyết quyền lợi bảo hiểm cho hơn 100 nghìn khách hàng với số tiền gần 600 tỷ đồng, tổ chức hơn 10 nghìn hội nghị tri ân khách hàng, đầu tư trở lại nền kinh tế hơn 30 nghìn tỷ đồng.

Tình hình kinh doanh bảo hiểm 6 tháng đầu năm 2012

Tỷ đồng	Phí khai thác mới	Tổng phí	Số HĐ khai thác mới	Số đại lý bảo hiểm
Prudential	564	2.928	1.941.350	112.847
Bảo Việt Nhân Thọ	535	2.229	1.260.839	26.477
Manulife	316	986	368.819	16.537
Khác	831	1.919	992.472	63.330
Thị trường	2.246	8.062	4.563.480	219.191

Nguồn: avi.org

Hoạt động bảo hiểm phi nhân thọ được thực hiện bởi TCT bảo hiểm Bảo Việt

Bảo hiểm Bảo Việt sở hữu nhiều lợi thế vượt trội so với các doanh nghiệp bảo hiểm khác cùng lĩnh vực như: kinh nghiệm hoạt động trên 46 năm, tiềm lực tài chính vững mạnh, mạng lưới rộng khắp 63 tỉnh, thành phố trên toàn quốc, sản phẩm – dịch vụ đa dạng, phong phú. Trong đó, hai nhóm sản phẩm Bảo hiểm Bảo Việt đang dẫn đầu thị trường là hiểm xe cơ giới, bảo hiểm tai nạn và sức khỏe con người. Trong 6 tháng đầu năm, PVI vượt qua Bảo Việt về doanh thu bảo hiểm gốc, tuy nhiên sau khi tái bảo hiểm, Bảo Việt vẫn đang ở vị trí dẫn đầu.

Tình hình kinh doanh bảo hiểm phi nhân thọ 6 tháng đầu năm 2012

Tỷ đồng	Doanh thu phí bảo hiểm gốc		Thị phần	Tỷ lệ bồi thường	
	Bảo Việt	Thị trường		Bảo Việt	Thị trường
Bảo hiểm xe cơ giới	821	3.168	25,9%	52,0%	49,4%
BH tài sản thiệt hại	233	2.698	8,6%	N/A	28,6%
BH tai nạn và sức khỏe	603	1.632	36,9%	63,0%	49,0%
BH thân tàu và TNDS chủ tàu	265	1.072	24,7%	54,9%	32,0%
BH cháy nổ và mọi rủi ro tài sản	228	1.161	19,6%	33,1%	32,0%
BH hàng hóa vận chuyển	179	915	19,6%	36,1%	23,6%
BH khác	219	867	25,3%	-	-
	2.548	11.513	22,1%		

Hoạt động chứng khoán được thực hiện bởi Công ty cổ phần chứng khoán

Bảo Việt (niêm yết trên HNX với mã CK: BVS)

BVS được thành lập năm 1999, là công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Tính đến thời điểm cuối năm 2011, BVS nằm trong “top 2” công ty môi giới cổ phiếu lớn nhất và “top 10” công ty có thị phần môi giới cổ phiếu, chứng chỉ quỹ lớn nhất trên cả 2 sàn giao dịch HSX và HNX.

Mặc dù là doanh nghiệp hoạt động lâu đời nhất trong lĩnh vực chứng khoán nhưng với sự mới mẻ của lĩnh vực này tại thị trường Việt Nam mà BVS cũng như hầu hết các công ty chứng khoán đều có kết quả kinh doanh biến động mạnh theo diễn biến của thị trường. Trong 5 năm gần nhất, BVS có 2 năm lời, 3 năm lỗ và chỉ riêng khoản lỗ của năm 2008 đã lớn hơn tổng lợi nhuận của 2 năm 2007 và 2009.

Năm 2012 đặt BVS vào bài toán buộc ban lãnh đạo phải thận trọng để tránh nguy cơ phải hủy niêm yết sau 2 năm liên tục lỗ. Kết quả kinh doanh 6 tháng cho thấy BVS có khả năng đạt được mục tiêu này.

Hoạt động quản lý quỹ

Công ty quản lý quỹ Bảo Việt được thành lập năm 2005 với vốn điều lệ 50 tỷ đồng. Lĩnh vực hoạt động của Công ty gồm dịch vụ quản lý danh mục đầu tư; quản lý danh mục đầu tư ủy quyền toàn bộ; quản lý danh mục đầu tư theo chỉ định; dịch vụ quản lý quỹ. Tổng tài sản quản lý của Công ty tại thời điểm 31/12/2011 là 17.821 tỷ đồng, tăng xấp xỉ 3% so với năm 2010. Tổng doanh thu của Công ty đạt 54 tỷ đồng, tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn điều lệ của Công ty đạt 23,8%.

Hoạt động ngân hàng

Ngân hàng Bảo Việt đi vào hoạt động năm 2009 với các cổ đông sáng lập là Tập đoàn Bảo Việt, Vinamilk, CMC; trong đó Tập đoàn Bảo Việt là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu 52%. Vốn điều lệ của NH Bảo Việt đang trong quá trình tăng lên 3.150 tỷ đồng, dự kiến hoàn tất trong quý IV. Nhìn chung, Bảo Việt Bank vẫn là ngân hàng nhỏ, phục vụ nội bộ và khai thác khách hàng trong hệ thống các công ty trong Tập Đoàn Bảo Việt. Trong đợt đánh giá xếp loại các ngân hàng vừa qua, NHNN đã xếp Bảo Việt Bank vào nhóm 2 (nhóm hoạt động lành mạnh, ổn định, an toàn)

Tầm nhìn của Ngân hàng Bảo Việt đến 2015 là trở thành một ngân hàng bán lẻ hàng đầu về chủng loại sản phẩm và chất lượng dịch vụ. Định hướng trước mắt, NH Bảo Việt sẽ phát triển mạng lưới phù hợp, chú trọng các kênh phân phối hiện đại như Internet Banking, ATM, Mobile Banking; hợp tác chặt chẽ với các đơn vị thành viên của Tập đoàn Bảo Việt để phát triển các gói sản phẩm tài chính - ngân hàng - bảo hiểm, đáp ứng nhu cầu đa dạng của khách hàng.