

Trụ sở
152 Thụy Khuê, Tây Hồ,
Hà Nội
ĐT: (04) 37280921
Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM
193 Trần Hưng Đạo,
Quận 1
ĐT: (08) 38386868
Fax: (08) 39207542

Website:
www.tvsi.com.vn
Email:
contact@tvsi.com.vn

25/06/2009

Báo cáo phân tích

TẬP ĐOÀN BẢO VIỆT – HOSE: BVH

TẬP ĐOÀN TÀI CHÍNH - BẢO HIỂM HÀNG ĐẦU VIỆT NAM



MỤC LỤC

Trang

Tóm tắt báo cáo	1
Giới thiệu doanh nghiệp	2
Đánh giá hiệu quả hoạt động	3
Phân tích SWOT	4
Nhận định đầu tư	5
Phụ lục	6

Trụ sở chính: Số 8 Lê Thái Tổ, Quận
Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (84.4) 3928 9898 / 3928
9999 - Fax: (84.4) 3928 9609 / 3928
9610

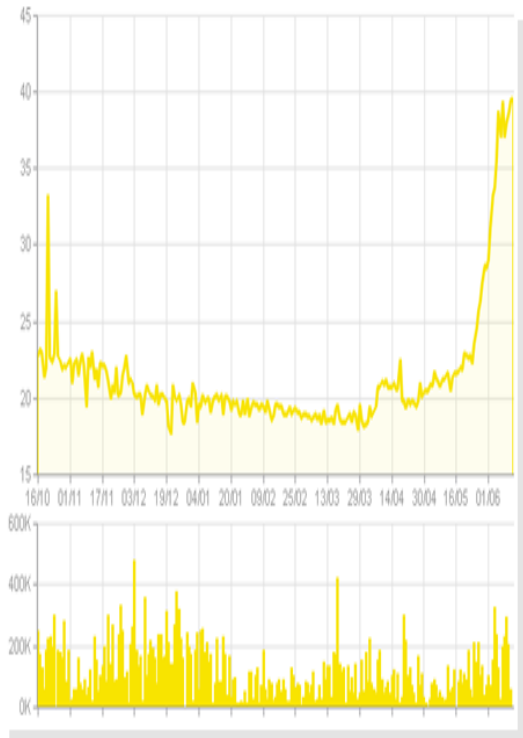
Email: serBVHe@baoviet.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Đầu tư CK

NGÀNH BẢO HIỂM

TẬP ĐOÀN BẢO VIỆT

Giá cổ phiếu BVH trong vòng 1 năm



Nguồn: www.sanotc.com.vn

Thông tin chính

Tổng KL niêm yết: 573,026,605
KL lưu hành: hơn 48 tr. cp (8.5% tổng KL niêm yết)
Giá cổ phiếu (52 tuần): 17.7 - 46.2 nghìn VND
Tổng giá trị vốn hóa thị trường: 26,474 tỉ VND
Cổ tức: 10% (2008) bằng cổ phiếu
8-10% (2009, 2010)
Cổ đông lớn (20/05/2009):
Bộ Tài chính: 77.54%
HSBC Insurance Asia Pacific: 10.31%
Vinashin: 3.56%

Tiềm năng chủ yếu trong trung hạn và dài hạn, mức giá hiện tại cho P/E quá cao so với các doanh nghiệp bảo hiểm hiện đang niêm yết cũng như các công ty bảo hiểm trong khu vực.

- Cơ cấu doanh thu (2008): Bảo hiểm Bảo Việt (39%), Bảo hiểm Nhân thọ (50%), Quỹ Bảo Việt (1%), Khác (10%)
- Bên cạnh yếu tố vĩ mô là sự suy thoái của nền kinh tế toàn cầu ảnh hưởng nghiêm trọng đến lĩnh vực bảo hiểm, việc hợp nhất kết quả kinh doanh của công ty con là Công ty chứng khoán Bảo Việt với khoản lỗ cho năm 2008 lên đến hơn 450 tỷ đồng làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến LNST của công ty mẹ.
- Định giá P/E: 14.7 - 17.1 nghìn VND, P/B: 17.5 - 21.8 nghìn VND, DCF: 41.5 nghìn VND
- Dựa vào quy mô lớn của tập đoàn cũng như tiềm năng của các công ty trực thuộc, khi nền kinh tế dần phục hồi và đi vào giai đoạn tăng trưởng mạnh, BVH hứa hẹn là một sự lựa chọn khá hấp dẫn trong trung hạn và dài hạn.

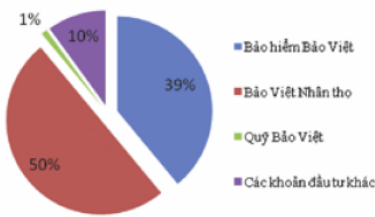
BVH	15/10/2007	16/10/2007 đến 31/12/2008	Q1/2009	2009 (KH)
Tổng doanh thu (tr. VND)	6,466,983	11,808,548	2,459,904	9,717,573
Thay đổi (%)	-	82.60%	-79.17%	295.04%
LNST (tr. VND)	733,854	25,557	277,962	617,211
EPS (VND)	1,281	568	485	1,077
Thay đổi (%)	-	-55.64%	-14.62%	122.05%
P/E	57.71	67.77	95.24	-
BVPS (VND)	13,972	14,487	14,554	14,764
P/B	5.29	2.66	3.17	-
ROE	9.17%	3.92%	3.33%	7.30%
ROA	2.58%	1.29%	0.99%	2.06%

Nguồn: BVH, TVSI tổng hợp

Là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực bảo hiểm, hiện tại BVH có một danh mục kinh doanh đa dạng bao gồm các hoạt động: bảo hiểm, chứng khoán, quỹ đầu tư, ngân hàng, ... với 8 công ty con mà BVH đang nắm giữ cổ phần chi phối.

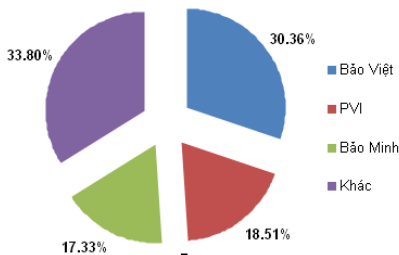
GIỚI THIỆU DOANH NGHIỆP

CƠ CẤU DOANH THU CHO GIAI ĐOẠN TÀI CHÍNH TỪ 16/10/2007 - 31/12/2008

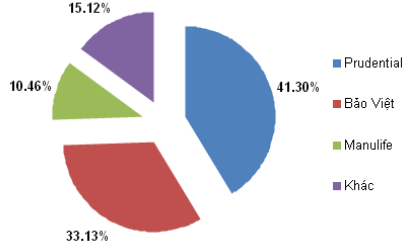


(Nguồn: BVH)

Thị phần Bảo hiểm phi nhân thọ



Thị phần Bảo hiểm nhân thọ



Cơ cấu doanh thu bảo hiểm phi nhân thọ năm 2008

Xe cơ giới	3,109	28.64%
Tài sản kỹ thuật	2,406	22.16%
Con người	1,598	14.72%
Toàn ngành	10,855	100%

Cơ cấu doanh thu bảo hiểm phi nhân thọ của Bảo Việt năm 2008

Xe cơ giới	956	28.93%
Kỹ thuật	391	11.83%
Sức khỏe con người	780	23.60%
Thân tàu và TNDs của chủ tàu	384	11.62%
Hàng hóa vận chuyển	267	8.08%
Cháy nổ và rủi ro đặc biệt	140	4.24%
Tổng doanh thu	3,305	100%

(Nguồn: HHHVN)

- Lịch sử thành lập: Công ty Bảo hiểm Việt Nam (1965), Tổng Công ty Bảo hiểm Việt Nam (1989), Tập đoàn Bảo Việt (2005), Cổ phần hóa (31/5/2007)

- Hoạt động và sản phẩm kinh doanh chính: Bảo hiểm (nhân thọ, phi nhân thọ), Ngân hàng, Chứng khoán, Quản lý quỹ, Đầu tư

- Cơ cấu doanh thu (2008): Bảo hiểm Bảo Việt (39%), Bảo hiểm Nhân thọ (50%), Quỹ Bảo Việt (1%), Khác (10%)

- Vị thế của công ty trong ngành:

- Thị phần bảo hiểm: Bảo hiểm phi nhân thọ (30.36%) trong đó mảng bảo hiểm xe cơ giới, Tài sản kỹ thuật và Con người chiếm tỉ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu. Bảo hiểm nhân thọ (33.13%) với Bảo hiểm sinh kỳ chiếm tới hơn 90% doanh thu của Bảo Việt.

- Đối thủ cạnh tranh: Bảo hiểm phi nhân thọ (PVI, Bảo Minh), Bảo hiểm nhân thọ (Prudential, Manulife)

- Tiềm năng ngành bảo hiểm:

. Suy thoái kinh tế toàn cầu từ nửa cuối 2008, tăng trưởng GDP chậm lại, nhiều dự án FDI bị ngừng trệ ảnh hưởng nghiêm trọng đến ngành bảo hiểm trong ngắn hạn.

. Năm 2008: Doanh thu toàn ngành trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ: 10,399 tỷ (tăng 9.3%) & bảo hiểm phi nhân thọ: 10,855 tỷ (tăng 31.2%)

. Lãi suất ngân hàng tăng cao đầu năm 2008 khiến cho bảo hiểm nhân thọ ít hấp dẫn đối với khách hàng. Tuy nhiên, các công ty bảo hiểm cũng có nguồn thu không nhỏ bù đắp cho nghiệp vụ kinh doanh bảo hiểm qua việc đầu tư phần lớn vốn chủ sở hữu và dự phòng nghiệp vụ vào tiền gửi ngân hàng và trái phiếu với lãi suất cao.

. Tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm thường ở mức 3-4 lần tốc độ tăng trưởng GDP.

. Các doanh nghiệp trong lĩnh vực bảo hiểm chịu sự chi phối của Luật dân sự và Luật Kinh doanh bảo hiểm.

. Thị trường bảo hiểm có sự sụt giảm mạnh về tốc độ tăng trưởng cùng đả với sự tăng trưởng chậm lại của nền kinh tế trong đó doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ quý 1/2009 chỉ tăng 9.27% so với cùng kỳ năm 2008 và 7% đối với bảo hiểm nhân thọ.

. Doanh thu tăng trưởng chậm lại kèm theo cuộc đua hạ phí bảo hiểm để tranh giành thị phần giữa các công ty có quy mô nhỏ hơn với các công ty có thị phần lớn, hoạt động lâu năm khiến cho chỉ có 8/27 doanh nghiệp bảo hiểm có lãi năm 2008. Điều này xuất phát từ đặc thù của lĩnh vực kinh doanh bảo hiểm là để mở rộng thị phần, thu hút khách hàng, các doanh nghiệp không nhất thiết phải đầu tư nguồn vốn lớn như các lĩnh vực khác. Lợi nhuận thu được từ nghiệp vụ kinh doanh bảo hiểm chiếm tỉ trọng nhỏ trong tổng lợi nhuận mà phần lớn được đóng góp bởi nguồn thu từ hoạt động kinh doanh tài chính.

. Dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm cho giai đoạn 2008-2013 của ngành bảo hiểm Việt Nam: BH phi nhân thọ (18%), BH nhân thọ (24%) (nguồn: Business Monitor International)

. Các công ty bảo hiểm 100% vốn nước ngoài được tạo điều kiện cạnh tranh lành mạnh với doanh nghiệp nội địa.

Đánh giá hiệu quả hoạt động

	PVI	BMI	BVH (2008)	BVH (2007)
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện thời	1.74	6.88	8.89	2.16
Khả năng thanh toán nhanh	1.74	6.87	8.87	2.16
Khả năng sinh lời				
LN gộp / Doanh thu thuần	45.89%	24.22%	11.83%	14.19%
LN thuần từ HĐSXKD / Doanh thu thuần	22.53%	10.15%	0.59%	2.66%
LNST / Doanh thu thuần	22.59%	9.25%	4.48%	9.84%
Rủi ro tài chính				
Tổng nợ / Vốn chủ sở hữu	1.14	0.47	2	2.57
Tổng nợ / Tổng Tài sản	0.53	0.32	0.65	0.71
Các chỉ tiêu cơ bản khác				
ROE	8.18%	5.73%	6.41%	8.14%
ROA	3.82%	3.90%	2.09%	2.24%
EPS ('000 VND)	2.001	1.667	0.568	-

Nhận xét

Khả năng thanh toán: So với năm 2007, khả năng thanh toán tăng đáng kể (khoảng 4 lần) chủ yếu do Nợ ngắn hạn giảm từ hơn 6,000 tỷ đồng xuống còn hơn 1,000 tỷ đồng. Tuy nhiên, chỉ tiêu của năm 2007 được tính ở thời điểm 15/10/2007 nên hơn 4,500 tỷ đồng *Các khoản phải trả, phải nộp khác* nếu được thanh toán vào cuối năm 2007 thì sẽ ít có sự khác biệt giữa khả năng thanh toán của năm 2008 và năm 2007.

Khả năng sinh lời: Mặc dù tổng doanh thu cho giai đoạn 16/10/2007 – 31/12/2008 đạt 11,808 tỷ đồng, tăng 82.60% so với 9 tháng đầu năm 2007 (6,467 tỷ đồng), LNST của giai đoạn 16/10/2007 – 31/12/2008 chỉ dừng ở mức khiêm tốn gần 326 tỷ đồng trong khi 9 tháng đầu năm 2007, LNST đạt gần 734 tỷ.

Suy thoái kinh tế toàn cầu từ nửa cuối 2008 ảnh hưởng nghiêm trọng đến hoạt động kinh doanh bảo hiểm: tỉ lệ bồi thường cao trong một số mảng bảo hiểm phi nhân thọ như bảo hiểm kỹ thuật (55%), bảo hiểm hàng hóa vận chuyển (51.3%), bảo hiểm cháy nổ và rủi ro đặc biệt (44%). Đối với mảng bảo hiểm nhân thọ, lãi suất tiền gửi tiết kiệm ngân hàng nửa đầu năm 2008 tăng cao tới 18% khiến cho khó tránh khỏi việc một số khách hàng chấm dứt hợp đồng trước thời hạn và làm giảm nguồn khách hàng tiềm năng tham gia các hợp đồng mới.

Việc hợp nhất kết quả kinh doanh của công ty con là Công ty chứng khoán Bảo Việt với khoản lỗ cho năm 2008 lên đến hơn 450 tỷ đồng làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến LNST của công ty mẹ. Chính yếu tố này đã góp phần lớn vào sự suy giảm khả năng sinh lời, các chỉ tiêu như ROA, ROE, EPS của tập đoàn so với năm 2007 cũng như so với PVI và BMI.

Lĩnh vực kinh doanh bảo hiểm chiếm gần 90% tổng doanh thu nhưng Lợi nhuận từ hoạt động tài chính (hơn 616 tỷ đồng) gần gấp 9 lần Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm (gần 70 tỷ đồng) lại đóng góp phần lớn vào LNTT của tập đoàn.

Rủi ro tài chính: Tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu hoặc trên tổng tài sản của năm 2008 giảm nhẹ so với năm 2007 nhưng còn khá cao so với PVI và BMI. Tuy nhiên, một điều cần lưu ý ở đây là do hoạt động của Tập đoàn Bảo Việt bao gồm nhiều lĩnh vực không chỉ riêng bảo hiểm như PVI và BMI nên sự khác biệt này chưa đủ để khẳng định BVH có rủi ro tài chính cao hơn.

Phân tích SWOT

Điểm mạnh - Strengths	Điểm yếu - Weaknesses
<ul style="list-style-type: none"> - Lịch sử lâu đời, thị phần lớn, khách hàng truyền thống - Tiềm lực tài chính mạnh: Nguồn vốn chủ sở hữu lớn (hơn 8,300 tỷ đồng) giúp tập đoàn có thể mở rộng mạng lưới, thu hút nhân lực và phát triển các sản phẩm mới - Cổ đông chiến lược: HSBC Insurance Asia Pacific 	<ul style="list-style-type: none"> - Mới chuyển đổi sang mô hình cổ phần hóa, cần thời gian dài để hoàn thiện quản trị doanh nghiệp, cải tiến công nghệ, nâng cao trình độ nhân lực
Cơ hội - Opportunities	Thách thức - Threats
<ul style="list-style-type: none"> - Ngành bảo hiểm (nhân thọ & phi nhân thọ) tiềm năng tăng trưởng giai đoạn 2008-2013: 21%/năm - Hỗ trợ và phối hợp giữa các công ty trực thuộc (bảo hiểm, ngân hàng, quản lý quỹ, chứng khoán): thu hút khách hàng sử dụng dịch vụ của tất cả các công ty trực thuộc... 	<ul style="list-style-type: none"> - Cạnh tranh trong lĩnh vực bảo hiểm từ các công ty lớn của nước ngoài - Lĩnh vực tài chính, ngân hàng, bảo hiểm chịu ảnh hưởng mạnh mẽ nhất từ các biến động của nền kinh tế - Minh bạch hóa hơn nữa các hoạt động kinh doanh sau niêm yết

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Mã CK	P/E	P/B
PVI	17.8	1.5
BMI	20.7	1.2
China Life	19.23	-
PICC P&C	19.15	-

Giả thuyết cho phương pháp DCF	
Tốc độ tăng trưởng giai đoạn 10 năm đầu	20%
Tốc độ tăng trưởng giai đoạn ổn định	10%
Lợi suất yêu cầu cho vốn chủ sở hữu	12%

- Với EPS cho 4 quý gần nhất được ước lượng ở mức 826 VND, 1 cổ phiếu BVH được định giá ở mức 14.7 - 17.1 nghìn VND theo phương pháp P/E.
- BVH có giá trị sổ sách hơn 14.5 nghìn VND trên mỗi cổ phiếu. Áp dụng phương pháp P/B, một cổ phiếu BVH sẽ ở mức 17.5 - 21.8 nghìn VND.
- Do lĩnh vực bảo hiểm vẫn chiếm tỉ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của tập đoàn, các giả thiết cho phương pháp chiết khấu dòng tiền ở bên trái chủ yếu dựa trên dự báo về tốc độ tăng trưởng của ngành bảo hiểm Việt Nam. Với tốc độ tăng trưởng cho giai đoạn phát triển nhanh là 20% và giai đoạn ổn định là 10%, 1 cổ phiếu BVH được định giá ở mức 41.5 nghìn VND.
- Những thông tin không mấy lạc quan cho ngành bảo hiểm từ Hiệp hội bảo hiểm Việt Nam khiến cho cổ phiếu ngành bảo hiểm ít có triển vọng tăng trưởng một cách nhanh chóng:
 - Bảo hiểm phi nhân thọ: Doanh thu phí bảo hiểm quý 1/2009 tăng 9.27% so với cùng kỳ năm trước, thấp hơn tốc độ tăng trưởng của cùng kỳ năm trước là 40%. Doanh thu của Bảo Việt là 822 tỷ đồng, giảm 9% so với cùng kỳ.
 - Suy thoái kinh tế toàn cầu khiến cho nhiều doanh nghiệp cắt giảm chi phí bảo hiểm: đặc biệt các ngành có giá trị tài sản lớn và đóng phí bảo hiểm cao như đóng tàu, vận tải, dầu khí, v.v.
 - Bảo hiểm nhân thọ: số lượng hợp đồng khai thác mới trong 3 tháng đầu năm 2009 giảm hơn 10% so với cùng kỳ năm trước trong khi số hợp đồng mà các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ phải thanh toán tăng 15% so với cùng kỳ.
- Nguồn thu ổn định của hoạt động kinh doanh tài chính dựa trên vốn chủ sở hữu và dự phòng chi phí bảo hiểm khá lớn cộng thêm tín hiệu khởi sắc từ các công ty trực thuộc (đặc biệt là Chứng khoán Bảo Việt), EPS của BVH cho năm 2009 nhiều khả năng sẽ vượt mức 2,000 đồng. So sánh với chỉ số P/E của 2 mã bảo hiểm niêm yết của Việt Nam là PVI ở mức 17.8, BMI ở mức 20.7 và 2 công ty bảo hiểm chiếm từ 40-50% thị phần bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ Trung Quốc là China Life và PICC P&C có P/E trên 19, 40 nghìn VND là mức giá hợp lý cho 1 cổ phiếu BVH ở thời điểm hiện tại.
- Nhận định:** Trailing P/E của BVH dựa trên LNST 4 quý gần nhất với các mã bảo hiểm niêm yết khác là khá cao. Tuy nhiên, nếu nhìn vào quy mô lớn của tập đoàn cũng như tiềm năng của các công ty trực thuộc khi nền kinh tế dần phục hồi và đi vào giai đoạn tăng trưởng mạnh, BVH hứa hẹn là một sự lựa chọn khá hấp dẫn trong trung hạn và dài hạn.

Phụ lục

Danh sách Công ty con của Tập đoàn Bảo Việt

STT	Tên công ty	Vốn góp của BVH	Tỷ lệ sở hữu
1	Tổng Công ty Bảo hiểm Bảo Việt	1,000	100%
2	Tổng Công ty Bảo Việt Nhân thọ	1,500	100%
3	Công ty TNHH Quản lý quỹ Bảo Việt	50	100%
4	Công ty CP Chứng khoán Bảo Việt	270	59.91%
5	Công ty Liên Doanh Bảo hiểm Quốc tế VN	153	51%
6	Ngân hàng TMCP Bảo Việt	780	52%
7	Công ty CP Đầu tư Bảo Việt	55	55%
8	Công ty TNHH Bảo Việt - Âu Lạc	36	60%

Đơn vị: tỷ đồng

Cơ cấu cổ đông (20/5/2009)

Cổ đông	Số lượng cổ phần	Tỷ lệ sở hữu
Trong nước	497,580,426	86.8%
<i>Tổ chức</i>	481,087,753	84.0%
<i>Cá nhân</i>	16,492,673	2.9%
Nước Ngoài	75,446,179	13.2%
Tổng cộng	573,026,605	100%

Cổ đông	Số lượng cổ phần	Tỷ lệ sở hữu
Bộ Tài Chính	444,333,000	77.5%
HSBC Insurance Asia Pacific	59,125,161	10.3%
Vinashin	20,400,000	3.6%
Tổng cộng	523,858,161	91%

Nguồn: BVH



Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ ĐẦU TƯ

Trưởng phòng Phân tích và Đầu tư

TS Phạm Thị Vân Hà

haptv@tvsic.com.vn

Chuyên viên phân tích

Trương Trần Dũng

dungtt@tvsic.com.vn

Tổng Phi Trường

truongtp@tvsic.com.vn

Võ Lan Phương

phuongvl@tvsic.com.vn

Nguyễn Thị Bích

bichnt@tvsic.com.vn