

## Bảo Việt Holdings (OTC)

Nhóm phân tích Ngành dịch vụ tài chính

**Bảng 1 - Báo cáo thu nhập và định giá**

Đơn vị tính: Triệu đồng	từ 01/01/2007-15/10/2007	từ 16/10/2007-31/12/2008	FY2009 F(*)
Doanh thu tài chính	504,029	1,073,225	641,000
Chi phí tài chính	(19)	(200,793)	-
Chi phí quản lý	(38,783)	(124,626)	(115,000)
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	465,227	747,806	526,000
Thu nhập khác	1,913	26,283	-
Lợi nhuận trước thuế	467,140	774,089	526,000
Thuế doanh nghiệp	(33,916)	(95,702)	(19,000)
Lợi nhuận thuần	433,224	678,387	507,000
Định giá			
EPS	756	1,184	885
EPS điều chỉnh	756	1,171	870
Giá trị sổ sách	13,097	14,292	14,157
P/B	5.6	1.33	1.62
P/E	97.8	16.2	26.4
Giá trị vốn hóa thị trường			13,179,612
Giá trung bình quân tại lần đầu giá tháng 5/2007	73,910		
Giá vào cuối năm		19,000	
Giá hiện nay			23,000

Ghi chú: Tập đoàn Bảo Việt là công ty mẹ của Bảo Việt Group  
Tập đoàn Bảo Việt sử dụng phương pháp kế toán chi phí; F: Ước tính của HSC về BVH

**Kết luận đầu tư:** Bảo Việt Holdings (BVH) là công ty mẹ thuộc Bảo Việt Group (Tập đoàn tài chính Bảo Hiểm Bảo Việt). Bộ Tài chính nắm cổ phần chi phối ở mức 77.54% trong khi HSBC Insurance sở hữu 10%. BVH sở hữu Tổng công ty Bảo hiểm Việt Nam (công ty bảo hiểm phi nhân thọ lớn thứ 1 ở Việt Nam), Tổng công ty Bảo Việt Nhân Thọ (công ty bảo hiểm phi nhân thọ lớn thứ 2 ở Việt Nam). Bên cạnh đó, BVH còn sở hữu cổ phần chi phối của Công ty chứng khoán Bảo Việt (BVS), Ngân hàng cổ phần Bảo Việt và một số công ty khác. Năm ngoái, BVH đã có một năm kinh doanh không mấy ấn tượng. Trong 12 tháng của năm 2008, chỉ số suất sinh lời ROE giảm từ mức 6% từ mức 8% ở năm 2007 do chi phí trích lập dự phòng cao. Sự thật là tài sản của các công ty thuộc BVH đã được đánh giá lại vào quý 1/2007 khi thị trường đang ở đỉnh. Do đó danh mục đầu tư của họ bị ảnh hưởng khi thị trường chứng khoán giảm giá trong năm 2008. Trong năm 2008, chúng tôi nghĩ rằng doanh thu của BVH sẽ giảm do thu nhập từ lãi giảm nhưng chúng tôi nghĩ rằng EPS năm 2009 không biến động nhiều so với năm 2008 do công ty không gánh chịu thêm chi phí trích lập dự phòng. Cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2009 là 26 lần và P/B là 1.6 lần (tính theo giá trị sổ sách tại thời điểm 31/12/2008). Với mức ước tính này, cổ phiếu của BVH không rẻ. Chúng tôi nghĩ rằng BVH sẽ niêm yết trên sàn giao dịch HOSE vào quý 3/2009.

### 1. Thông tin chung về Bảo Việt Holdings (Tập đoàn Bảo Việt - BVH)

BVH có mức vốn điều lệ là 5,730 tỷ đồng với số lượng cổ phiếu lưu hành là 573 triệu cổ phiếu. Với mức giá giao dịch trên thị trường ngày hôm nay vào khoảng 23,000 đồng/cổ phiếu, BVH có mức vốn hóa thị trường là 13,179 tỷ đồng. EPS ước tính cho năm tài chính đầu tiên (từ ngày 16/10/2007 đến 31/12/2008) là 1,171 đồng/cổ phiếu trong khi đó chúng tôi ước tính EPS năm 2009 là 870 đồng.

Cổ phiếu đang giao dịch với mức P/E bằng 26. Giá trị sổ sách của cổ phiếu khoảng 14,157 đồng tại 31/12/2008 và với mức giá giao dịch hiện tại, cổ phiếu BVH đang giao dịch với mức P/B là 1.6x. BVH đã trả cổ tức 10% cho năm tài chính đầu tiên.

BVH đã nộp đơn xin niêm yết 573 triệu cổ phiếu trên sàn HOSE. Thông thường phải mất tối thiểu 2 tháng để HOSE chấp thuận và cấp giấy phép niêm yết. Theo kinh nghiệm của HSC, BVH có thể niêm yết trong quý 3/2009. Dựa vào kết quả định giá trên đây, BVH khá đắt so với các công ty trong ngành bảo hiểm.

**Bảng 2 - Các công ty con**

Các công ty con	Tỷ lệ sở hữu	Tổng giá trị (triệu đồng)
Công ty chứng khoán Bảo Việt	60.11%	271,096
Công ty Bảo hiểm Bảo Việt	100%	1,000,000
Công ty Bảo Việt Nhân Thọ	100%	1,500,000
Công ty Quản lý quỹ Bảo Việt	100%	50,000
Ngân hàng Bảo Việt	52%	780,000
Công ty Bảo Hiểm Quốc tế	51%	153,000
Công ty Đầu tư Bảo Việt	55%	30,250
Công ty TNHH Bảo Việt - Âu Lạc	60%	n/a
Quỹ đầu tư chứng khoán Bảo Việt	92%	94,000
<b>Tổng số vốn BVH đầu tư vào các công ty con</b>		<b>3,878,346</b>

*Ghi chú: Do HSC thu thập*

Bảo Việt Group (BVG) là tổ chức không có tư cách pháp nhân. BVG bao gồm BVH và các công ty thành viên khác (gồm các công ty con và công ty liên doanh liên kết). Các công ty con điển hình bao gồm Tổng Công ty Bảo Việt Nhân Thọ, Tổng Công ty Bảo hiểm Bảo Việt (phi nhân thọ), Ngân hàng Bảo Việt, Công ty chứng khoán Bảo Việt và Công ty Quản lý Quỹ Bảo Việt. BVH là doanh nghiệp được tổ chức hoạt động như tập đoàn theo mô hình công ty mẹ - công ty con. BVH chịu trách nhiệm quản lý và phân bổ vốn đầu tư cho các công ty con, công ty liên kết và thực hiện hoạt động đầu tư khác.

Mô hình hoạt động theo công ty mẹ - công ty con là một mô hình mới ở Việt Nam. Theo quy định hiện hành, BVH phải công bố báo cáo tài chính riêng của BVH và báo cáo tài chính hợp nhất của BVG vào thời điểm cuối năm tài chính. IPO Bảo Việt vào năm 2007 thực sự là việc chào bán cổ phiếu của BVH ra công chúng. Vì vậy các cổ đông sẽ hưởng cổ tức từ lợi nhuận của BVH. Tuy nhiên, lợi nhuận từ báo cáo tài chính hợp nhất khác với lợi nhuận trên báo cáo riêng của BVH. Và báo cáo hợp nhất của BVG được công bố với mục đích tham khảo. Đây là mô hình tổ chức mới ở Việt Nam và BVH là một trong những công ty đại chúng đầu tiên hoạt động theo mô hình này.

BVH trở thành công ty đại chúng vào tháng 10/2007. Đại hội cổ đông thường niên lần thứ nhất của BVH đã thông qua năm tài chính đầu tiên bắt đầu từ 16/10/2007 – 31/12/2008. Các năm tài chính kế tiếp vẫn là 12 tháng như thường lệ. Tuy nhiên, để dễ so sánh với kết quả năm 2008 với năm 2007, chúng tôi sẽ phân tích kết quả kinh doanh cho riêng 12 tháng trong năm 2008 trong bài phân tích của mình. Cho đến thời điểm này, chúng tôi chưa có số liệu tài chính của các công ty con vì vậy, chúng tôi chưa thể phân tích chi tiết kết quả kinh doanh của các công ty con điển hình thuộc thành viên của BVG.

BVH sử dụng phương pháp kế toán chi phí trong hạch toán đầu tư. Nếu các công ty con bị lỗ, BVH sẽ không được nhận cổ tức. BVH chỉ trích lập dự phòng rủi ro cho khoản đầu tư khi giá trị thị trường thấp hơn giá trị sổ sách. Phương pháp kế toán này phù hợp với quy định của VAS và những quy định hiện hành khác.

Theo cơ cấu cổ đông, Bộ Tài chính sở hữu 77.54%, HSBC Insurance sở hữu 10% và Vinashin sở hữu 3.56%. Phần còn lại được sở hữu bởi các cổ đông bên ngoài và nhân viên của BVG. HSBC Insurance đã ký hợp đồng hợp hỗ trợ kỹ thuật trong 5 năm trong các lĩnh vực quản trị doanh nghiệp, quản lý rủi ro, phát triển sản phẩm và tính phí theo chuẩn chuẩn mực quốc tế.

Cho đến nay, HSBC đã cử đại diện tham gia Hội đồng quản trị, Ban điều hành và 14 chuyên gia đến hỗ trợ tại BVH. Và Vinashin, đối tác chiến lược trong nước đã cam kết giúp các công ty thành viên mở rộng hoạt động trong lĩnh vực bảo hiểm hàng hải.

Các công ty con của BVH được trình bày trong bảng dưới đây. Bên cạnh đó, BVH còn đầu tư vào nhiều công ty liên doanh liên kết khác nhưng hiện tại chúng tôi chưa có danh sách các công ty này.

## 2. Kết quả kinh doanh năm 2008.

BVH đạt mức lợi nhuận sau thuế cho năm tài chính đầu tiên là 678.4 tỷ đồng (từ ngày 16/10/2007 – 31/12/2008). Trong 12 tháng của năm 2008, BVH đã có mức lợi nhuận là 494 tỷ đồng, giảm 20% so với 12 tháng năm 2007. Mặc dù, BVH hưởng lợi từ lãi suất cao, BVH đã phải trích lập dự phòng rủi ro khoản 200 tỷ đồng trong năm 2008. Hầu hết các chi phí dự phòng được trích lập cho danh mục các cổ phiếu OTC khi BVH không đầu tư vào cổ phiếu niêm yết. Vì thông tin cụ thể về các công ty con rất hạn chế, nên chúng tôi chỉ trình bày ngắn gọn về tình hình hoạt động của một số công ty con điển hình.

Trong năm 2008, Tổng Công ty Bảo Hiểm Việt Nam (công ty bảo hiểm phi nhân thọ) có thu phí bảo hiểm gốc đạt 3,305 tỷ đồng, tăng khoản 25.9% so với năm trước (trong khi mức tăng của cả ngành là 31.2%). Tổng Công ty Bảo Hiểm Việt Nam là công ty bảo hiểm lớn nhất trên thị trường hoạt động trong lĩnh vực phi nhân thọ, chiếm 30.4% thị phần. Tổng công ty đã đạt mức lợi nhuận sau thuế là 131 tỷ đồng, tương ứng với ROE là 13.1%.

Tổng công ty Bảo Việt Nhân Thọ có mức thu phí bảo hiểm gốc là 3,425 tỷ đồng, tương ứng với thị phần là 33%. Tổng công ty Bảo Việt Nhân Thọ là công ty bảo hiểm nhân thọ lớn thứ 2 trên thị trường trong khi Prudential là công ty bảo hiểm nhân thọ lớn nhất (chiếm 50% thị phần). Tổng công ty Bảo Việt Nhân Thọ đã đạt mức lợi nhuận sau thuế là 136.9 tỷ đồng, tăng 8.7%. ROE năm 2008 là 9.13%.

Công ty Quản lý Quỹ Bảo Việt đạt mức lợi nhuận sau thuế là 22.12 tỷ đồng, thấp hơn kế hoạch 3%. BVFC là một trong 5 công ty quản lý quỹ lớn nhất trong năm 2008. Trong năm 2008, ROE của BVFC đạt 44.26%.

Công ty chứng khoán Bảo Việt (BVSC) là một trong 5 công ty chứng khoán hàng đầu ở Việt Nam (tính theo thị phần). BVSC lỗ 452 tỷ đồng trong năm 2008 vì thị trường chứng khoán giảm giá mạnh và công ty gánh chịu chi phí dự phòng cao. Tỷ lệ thị phần của BVSC giảm đi trong mấy năm vừa qua và chiếm 7% - 8% thị phần trong năm 2008. BVH sở hữu 60.11% BVSC.

### 3. Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2009

BVH đưa ra kế hoạch doanh thu khoảng 641 tỷ đồng cho năm 2009, thấp hơn năm 2008 là 26%. Doanh thu tài chính của BVH bao gồm cổ tức nhận từ các công ty con, công ty trực thuộc, các khoản đầu tư trên thị trường OTC và các khoản thu nhập lãi từ tiền gửi, đầu tư trái phiếu. Do hoạt động của các công ty con phụ thuộc vào thị trường chứng khoán và mức lãi suất trong năm tài chính, chúng tôi nghĩ rằng Tổng Công ty Bảo Việt nhân thọ, Tổng Công ty Bảo hiểm Việt Nam, Công ty Quản lý Quỹ Bảo Việt và Ngân hàng Bảo Việt sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường chứng khoán nhưng đổi lại, thu nhập lãi sẽ giảm do lãi suất trên thị trường giảm.

Theo ước tính của chúng tôi, mức thu nhập từ lãi của BVH có thể đạt 202 tỷ đồng, giảm 49% so trong năm 2009 (với giả định mức lãi suất được hưởng bình quân khoảng 7%). Và chúng tôi dự báo rằng doanh thu tài chính từ các công ty con sẽ không thay đổi nhiều so với năm trước. Vì vậy chúng tôi nghĩ rằng BVH đã đưa ra kế hoạch doanh thu hợp lý cho năm 2009.

**Bảng 3 - Bảng cân đối tài chính của BVH**

Đơn vị tính: Triệu đồng	15/10/2007	31/12/2008	FY2009 F (*)
Tài sản ngắn hạn	8,408,911	3,515,844	3,515,844
Tiền và các khoản tương đương tiền	4,458,642	56,469	56,469
Đầu tư ngắn hạn	3,645,200	2,892,066	2,892,066
Khoản phải thu ngắn hạn	303,223	565,627	565,627
Hàng tồn kho	1,224	980	980
Tài sản ngắn hạn khác	623	702	702
Tài sản dài hạn	4,526,222	6,335,603	6,393,756
Tài sản cố định	241,798	290,763	348,915.60
Tài sản cố định hữu hình	71,639	143,674	172,408.56
Tài sản cố định vô hình	24,565	17,409	20,891.16
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	145,594	129,680	155,615.88
Các khoản đầu tư dài hạn khác	4,284,424	6,044,840	6,044,840
Tổng tài sản	12,935,133	9,851,447	9,909,600
Tổng nợ	5,229,012	1,626,498	1,758,921
Nợ ngắn hạn	5,207,853	1,605,271	1,737,694
Nợ dài hạn	21,159	21,227	21,227
Vốn chủ sở hữu	7,706,121	8,224,949	8,150,679
Vốn chủ sở hữu	7,529,513	8,207,281	8,133,011
Vốn điều lệ	5,730,266	5,730,266	5,730,266
Thặng dư vốn	1,734,746	1,734,746	1,734,746
Lợi nhuận chưa phân phối	64,502	742,270	667,999
Quỹ phúc lợi	176,608	17,668	17,668
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>12,935,133</b>	<b>9,851,447</b>	<b>9,909,600</b>

Ghi chú: Tập đoàn Bảo Việt là công ty mẹ của Bảo Việt Group  
Tập đoàn Bảo Việt sử dụng phương pháp kế toán chi phí; F: Ước tính của HSC về BVH

Về chi phí, BVH sẽ không gánh chịu thêm chi phí trích lập dự phòng rủi ro do thị trường chứng khoán trong giai đoạn phục hồi mạnh. Tuy nhiên, BVH không đầu tư vào cổ phiếu niêm yết vì vậy chúng tôi nghĩ rằng việc hoàn nhập dự phòng sẽ không nhiều. Hầu hết các cổ phiếu BVH nắm giữ là cổ phiếu OTC. Với Công ty chứng khoán Bảo Việt, BVH đầu tư bằng mệnh giá.

Chúng tôi giả định rằng các chi phí hoạt động sẽ tăng thêm 10% trong năm 2009 và các điều kiện khác không thay đổi so với năm trước. Với giả định này, chúng tôi nghĩ rằng BVH sẽ đạt được kế hoạch lợi nhuận 507 tỷ đồng trong năm 2009. Chúng tôi cho rằng các mục tiêu kinh doanh của BVH trong năm 2009 là hợp lý và kết quả đạt được trong thực tế có thể cao hơn mức dự phóng ban đầu. Thật sự mà nói, với thông tin về các công ty con khá giới hạn, thật là khó để dự báo kết quả kinh doanh của BVH được tốt hơn. Vì vậy các ước tính của chúng tôi chỉ dựa trên các thông tin khá chung chung về thị trường và lãi suất. Triển vọng kinh doanh của các công ty con thì khó dự báo do thiếu thông tin về tình hình tài chính của các công ty con trong năm 2008. Cơ cấu tổ chức của theo mô hình công ty mẹ - công ty con có thể mang lại một số thuận lợi nhất định những nhà đầu tư gặp hạn chế trong việc tiếp cận thông tin của các công ty con để đưa ra dự báo chính xác.

Dựa vào dự phóng trên đây, chúng tôi ước tính EPS (sau khi trừ quỹ phúc lợi và khen thưởng) sẽ ở mức 870 đồng trong năm 2009, không thay đổi so với EPS được tính trong 12 tháng của năm 2008. Với con số này, cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E dự phóng cho năm 2009 là 26 lần và P/B là 1.6 lần (tính theo giá trị sổ sách vào 31/12/2008). Với kết quả định giá này cùng với triển vọng phát triển trong các năm đến của ngành bảo hiểm, chúng tôi nhận thấy rằng cổ phiếu BVH khá đắt so với thị trường.

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích 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.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

**Công ty Cổ phần Chứng Khoán Thành Phố Hồ Chí Minh**

Lầu 1,2,3, Tòa nhà Capital Place

6 Thái Văn Lung, Q. 1, TPHCM

Tel: (84 8) 3 823 3299

Fax: (84 8) 3 823 3301

[www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)