

Kết luận đầu tư: PVI là công ty con thuộc tập đoàn Petrol Việt Nam (PVN). Hoạt động của PVN đóng góp khoảng 30,85% phí bảo hiểm gốc của PVI trong năm 2008. PVI đã công bố việc bán cổ phần cho một đối tác chiến lược mới, là Quỹ Đầu tư Oman với giá 40,000đ/cp. Ban lãnh đạo PVI đã có sự thay đổi trong tư duy kinh doanh cũng như phong cách quản lý năng động hơn. Trong đó, PVI tập trung tăng lợi nhuận đầu tư bên cạnh việc tìm kiếm thêm kênh phân phối các sản phẩm bảo hiểm của mình. PVI sẽ tham gia vào thị trường tài trợ dự án, cung cấp các khoản vay kỳ hạn cụ thể cho những dự án cụ thể. Điều này sẽ giúp đem lại lợi nhuận cao hơn cho công ty. Tại mức giá của ngày hôm nay là 26,900đ, thì cổ phiếu PVI có P/E dự phóng năm 2010 là 14.8 lần và P/B là 1.14 lần. Mức P/E và P/B này thấp hơn nhiều so với mức bình quân ngành bảo hiểm (P/E bình quân ngành bảo hiểm hiện là 21,5 lần và P/B bình quân ngành hiện là 1.53 lần). Chúng tôi nhận thấy mức giá này là rẻ so với thị trường, các tổ chức đầu tư trung dài hạn có thể mua PVI. Ở mức giá hiện tại, cổ phiếu của PVI là rất hấp dẫn do công ty đang có nhiều chuyển biến tích cực trong hoạt động và chiến lược kinh doanh, cũng như công ty còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong trung hạn.

THÔNG TIN CHUNG VỀ NGÀNH BẢO HIỂM

Tổng quan

Ngành bảo hiểm Việt Nam hiện nay bao gồm tổng cộng 49 doanh nghiệp, trong đó có 11 doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ, 27 doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ, 1 doanh nghiệp tái bảo hiểm và 10 doanh nghiệp môi giới. Theo số liệu thống kê của Hiệp hội bảo hiểm Việt Nam (VIA), đối với lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ, các doanh nghiệp bảo hiểm nước ngoài vẫn đang chiếm ưu thế trong đó chỉ riêng 3 công ty dẫn đầu là Prudential, Bảo Việt và Manulife đã chiếm trên 80% thị phần xét về doanh thu phí bảo hiểm năm 2009. Đối với lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ, thị phần áp đảo đang thuộc về các công ty bảo hiểm trong nước. Bốn công ty là Bảo Việt, PVI, Bảo Minh và PJICO đã chiếm trên 70% thị phần bảo hiểm phi nhân thọ.

Năm 2009 ngành bảo hiểm tiếp tục duy trì mức tăng trưởng ổn định (ước đạt xấp xỉ 19%) so với năm 2008 và đóng góp vào tăng trưởng chung của nền kinh tế với tỷ trọng doanh thu/GDP ước đạt 2,3%. Các chỉ tiêu kinh doanh của ngành đều khả quan: Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ đạt 13.616 tỉ đồng (tăng 2.738 tỉ đồng đồng so với năm 2008 tương đương 25,16%) trong đó các doanh nghiệp có doanh thu cao là Bảo Việt 3.659 tỉ đồng (tăng 10,22%), PVI 2.770 tỉ đồng (tăng 37,1%), Bảo Minh 1.824 tỉ đồng (giảm 3,19%), PJICO 1.271 tỉ đồng (tăng 19,84%)...; Bảo hiểm nhân thọ đạt doanh thu phí bảo hiểm 11.857 tỉ đồng, tăng 14% so với năm 2008. (Nguồn: Hiệp hội bảo hiểm Việt Nam)

Triển vọng phát triển của ngành

Theo đánh giá của Hiệp hội bảo hiểm Việt Nam, ngành bảo hiểm sẽ phát triển sôi động hơn khi kinh tế nước ta cũng như thế giới đang có dấu hiệu phục hồi tốt. Theo cơ quan này dự báo, năm 2010, ngành bảo hiểm Việt Nam sẽ đạt tốc độ tăng trưởng khoảng 20%, trong đó lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ sẽ tăng trưởng 18% và bảo hiểm phi nhân thọ dự kiến sẽ tăng trưởng 25%. Số lượng cũng như doanh thu của các doanh nghiệp bảo hiểm trên thị trường bảo hiểm Việt Nam sẽ còn tiếp tục tăng do hiện tại tỷ lệ doanh thu toàn ngành bảo hiểm/GDP tại Việt Nam mới là 2,3% trong khi tại các nước phát triển hơn tỷ lệ này từ 8% - 15% GDP.

RNCOS - một công ty chuyên cung cấp dịch vụ tư vấn nghiên cứu thị trường có uy tín trên thế giới - cuối

năm 2008 đã đưa ra một báo cáo nghiên cứu về thị trường bảo hiểm Việt Nam đó dự báo đến năm 2010, ngành bảo hiểm Việt Nam sẽ phát triển với mức tăng trưởng trên đầu tư hàng năm khoảng 12,1% trong giai đoạn 2008-2010.

THÔNG TIN CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Tổng quan

Công ty cổ phần Bảo hiểm Dầu khí Việt Nam (PVI) là thành viên của tập đoàn dầu khí Việt Nam được thành lập vào năm 1996. Công ty được cổ phần hóa năm 2006 và niêm yết cổ phiếu tại Sở GDCK Hà Nội năm 2007. Là công ty bảo hiểm phi nhân thọ lớn thứ 2 tại Việt Nam hiện nay, PVI cung cấp các dịch vụ bảo hiểm phi nhân thọ, kinh doanh tái bảo hiểm, kinh doanh các dịch vụ bảo hiểm khác và đầu tư tài chính.

Tiêu điểm

PVI là một trong những công ty bảo hiểm phi nhân thọ hàng đầu với lượng khách hàng đông đảo. Kể từ năm 2008 đến nay, PVI đã vươn lên trở thành công ty bảo hiểm lớn thứ 2 trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ sau Bảo Việt. PVI cũng được biết đến như là công ty bảo hiểm hàng đầu trong lĩnh vực bảo hiểm công nghiệp. Nhờ sự hỗ trợ từ phía Tập đoàn dầu khí quốc gia Việt Nam (PVN), PVI là sự lựa chọn hàng đầu của các công ty thành viên của PVN trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ.

PVI là nhà bảo hiểm dẫn đầu tuyệt đối trong lĩnh vực bảo hiểm dầu khí với gần 100% thị phần. Bảo hiểm dầu khí chiếm khoảng 30,85% trong cơ cấu doanh thu bảo hiểm gốc của Tổng công ty trong năm 2009. Trên thị trường Việt Nam hiện nay, duy nhất có PVI là nhà bảo hiểm đáp ứng được tất cả các đòi hỏi khắt khe trên của thị trường trong lĩnh vực bảo hiểm dầu khí. Do đó, PVI hiện là nhà bảo hiểm duy nhất được lựa chọn để thu xếp chương trình bảo hiểm, quản lý rủi ro đối với tất cả các công trình, tài sản, con người của các nhà thầu trong và ngoài nước thuộc lĩnh vực dầu khí đang tiến hành các hoạt động thăm dò, khai thác tại Việt Nam.

PVI là nhà bảo hiểm hàng đầu trong nghiệp vụ bảo hiểm thân tàu và trách nhiệm dân sự của chủ tàu (P&I). Nghiệp vụ này chiếm tỷ trọng cao thứ 3 trong cơ cấu doanh thu của PVI, đạt 16,37%. PVI luôn đứng vị trí số 1 trên thị trường bảo hiểm Việt Nam trong lĩnh vực này. Với mối quan hệ tốt đẹp đã được khẳng định với các chủ tàu lớn của Việt Nam như VSP, PTSC, Vitranschart, Vosco, Vinashin... Dự kiến doanh thu về nghiệp vụ này của PVI sẽ còn tiếp tục tăng cao trong các năm tới.

Cho đến nay thị trường bảo hiểm quốc tế đã coi PVI là nhà bảo hiểm gốc duy nhất cho các hợp đồng dầu khí tại Việt Nam và xây dựng các hợp đồng tái bảo hiểm cố định có hạn mức lớn. Với các hợp đồng bảo hiểm năng lượng trị giá hàng tỷ USD, PVI là công ty duy nhất đã xây dựng được hợp đồng tái bảo hiểm mở sẵn với các công ty tái bảo hiểm hàng đầu thế giới tại London (trung tâm thị trường bảo hiểm quốc tế). Tiêu biểu là hợp đồng Onshore Facility với hạn mức trách nhiệm lên đến 1,5 tỷ USD cho các đơn vị Bảo hiểm xây dựng lắp đặt và tài sản vận hành trên bờ với phạm vi toàn cầu.

Trong hoạt động đầu tư tài chính, hiện nay PVI đã thực hiện được kế hoạch dòng tiền theo đúng quy trình ISO 9001-2000 do Quacert và DVN cấp về quản lý đầu tư tài chính, sử dụng hiệu quả dòng tiền nhận rồi, huy động tối đa tiền vào đầu tư đồng thời vẫn đảm bảo nhu cầu chi tiêu thường xuyên của các đơn vị trong Công ty. PVI đã triển khai đầu tư vào nhiều dự án có hiệu quả như đầu tư góp vốn vào Quỹ đầu tư tầm nhìn SSI, Dự án cáp treo chùa Hương, đầu tư tàu chứa và xử lý dầu thô FPSO Ruby

Princess, góp vốn cổ phần vào các công ty, dự án trong lĩnh vực dầu khí, cảng biển, điện, chứng khoán, bất động sản... Hiện nay, PVI đang nghiên cứu đầu tư vào các lĩnh vực sẽ đem lại hiệu quả cao đồng thời đảm bảo khả năng an toàn nguồn vốn. Bên cạnh đó, PVI thường xuyên theo dõi sự biến động của thị trường chứng khoán để lựa chọn danh mục cổ phiếu đầu tư hợp lý, thực hiện giao dịch kỳ hạn trái phiếu chính phủ bước đầu mang lại hiệu quả.

Năm 2009 đánh dấu một bước phát triển đột phá của PVI khi lần đầu tiên doanh thu của Tổng công ty vượt mức 3.000 tỷ đồng - chỉ xếp sau Bảo Việt trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ. Tổng doanh thu từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm năm 2009 là gần 3.248 tỷ đồng.

Tháng 3/2010, theo kết quả xếp hạng của A.M. Best - tổ chức xếp hạng tín nhiệm tài chính hàng đầu thế giới - hạng mức tín nhiệm tài chính của PVI đạt mức B+ (năng lực tài chính vững mạnh) và chỉ số tín nhiệm cho nhà phát hành đạt mức “bbb-” (công ty duy trì được khả năng thực hiện các cam kết tài chính tốt). Mức xếp hạng B+ của A.M. Best cho PVI có thể được nhìn nhận tương đương với mức BBB (năng lực tài chính tin cậy) của Standard & Poor's. Kết quả xếp hạng của PVI được A.M. Best và các chuyên gia trong lĩnh vực xếp hạng đánh giá cao bởi trong bối cảnh xếp hạng quốc gia của Việt Nam theo đánh giá của Standard & Poor's là BB-, PVI đã đạt được hạng mức tín nhiệm cao hơn, tương đương mức BBB của tổ chức này. Hiện tại, PVI là doanh nghiệp duy nhất trong lĩnh vực Bảo hiểm - Tài chính của Việt Nam được một tổ chức quốc tế xếp hạng tín nhiệm tài chính và đạt được mức B+. Đại diện của tổ chức xếp hạng quốc tế A.M. Best cho rằng việc PVI đạt được xếp hạng tín nhiệm tài chính quốc tế mức B+ (Tốt) đánh dấu bước ngoặt quan trọng trong sự phát triển không chỉ của PVI nói riêng mà còn của thị trường bảo hiểm Việt Nam nói chung.

VỊ THẾ VÀ TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN CỦA CÔNG TY

Trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ, PVI đang giữ vị trí thứ 2 về thị phần doanh thu phí bảo hiểm. Đối thủ cạnh tranh lớn nhất của PVI hiện tại là Bảo Việt,. Tuy nhiên theo số liệu thống kê của Hiệp hội bảo hiểm Việt Nam trong thời gian gần đây, tốc độ tăng trưởng doanh thu của Bảo Việt khá thấp trong khi tăng trưởng doanh thu phí của PVI luôn ở mức cao nhất trong ngành (năm 2009 tốc độ tăng trưởng doanh thu của PVI là 37,1% trong khi Bảo Việt chỉ là 10,2%). Khoảng cách thị phần giữa Bảo Việt phi nhân thọ và PVI ngày càng được thu hẹp: nếu như năm 2008 thị phần bảo hiểm phi nhân thọ của PVI và Bảo Việt là 18,6% và 30,5% thì trong năm 2009 thị phần tương ứng của hai doanh nghiệp là 20,3% và 26,8%. Trong thời gian tới PVI có nhiều khả năng sẽ bắt kịp và vượt Bảo Việt về thị phần bảo hiểm phi nhân thọ.

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Một số chỉ tiêu hoạt động kinh doanh năm 2006 - 2009 của Công ty (đơn vị: triệu đồng)

Chỉ tiêu	Năm 2006	Năm 2007		Năm 2008		Năm 2009	
		Giá trị	% +/- so với 2006	Giá trị	% +/- so với 2007	Giá trị	% +/- so với 2008
Tổng giá trị tài sản	1.195.284	4.519.270	278,09%	4.918.360	8.83%	6.096.578	23.96%
Doanh thu hoạt động kinh doanh bảo hiểm	1.244.908	1.747.191	40,35%	2.226.900	27.46%	3.247.966	45.85%

Các khoản giảm trừ doanh thu	872.143	1.154.641	32,39%	1.159.874	0.45%	1.852.906	59.75%
Doanh thu thuần	306.759	502.961	63,96%	838.392	66.69%	1.261.970	50.52%
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	6.400	47.897	648,39%	4.660	-99.03%	19.270	313.52%
Lợi nhuận hoạt động tài chính	53.788	197.556	267.29%	166.476	-15.73%	200.113	20.21%
Lợi nhuận hoạt động khác	21	4.510	2.047.62%	564	-87.5%	702	24.47%
Lợi nhuận trước thuế	60.210	249.964	4.051.54%	171.701	-31.31%	220.085	28.18%
Lợi nhuận sau thuế	44.037	249.964	467.62%	171.701	-31.31%	198.326	15.51%

(Nguồn: Báo cáo tài chính của PVI 2007, 2008, 2009)

Cơ cấu doanh thu từ hoạt động KD bảo hiểm qua các năm (2007 – 2009) của PVI (đơn vị: tỷ đồng)

TT	Tên dịch vụ	2007		2008		2009	
		Giá trị	Tỉ trọng (%)	Giá trị	Tỉ trọng (%)	Giá trị	Tỉ trọng (%)
1	Thu phí bảo hiểm gốc	1.598,79	91,507	2.020,55	90,734	2.921,18	89,93
2	Thu phí nhận tái bảo hiểm	86,39	4,944	125,96	5,656	181,76	5,60
3	Hoa hồng nhượng tái bảo hiểm	58,03	3,321	80,32	3,607	144,81	4,46
4	Thu khác từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm	3,98	0,228	0,07	0,003	0,2	0,001
	Tổng	1.747,30	100	2.226,90	100	3.247,95	100

(Nguồn: Báo cáo Tài chính của PVI 2007, 2008, 2009)

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản của PVI năm 2007 – 2009

Chỉ tiêu	2007	2008	2009
Quy mô vốn			
- Vốn điều lệ (tỷ đồng)	890.000	1.035.500	1.035.500
- Nguồn vốn, quỹ (tỷ đồng)	1.754.305	2.288.022	2.427.673
- Tổng tài sản (tỷ đồng)	4.519.270	4.918.361	6.096.578
Chỉ tiêu về khả năng thanh toán			
- Hệ số thanh toán ngắn hạn (lần)	1,59	1,81	1,68
- Hệ số thanh toán nhanh (lần)	1,59	1,81	1,68

Chỉ tiêu về cơ cấu vốn			
- Hệ số nợ/Tổng tài sản (lần)	0,61	0,53	0,59
- Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu (lần)	1,57	1,15	1,44
Chỉ tiêu về năng lực hoạt động			
- Doanh thu thuần/tổng tài sản (lần)	0,11	0,17	0,21
Chỉ tiêu về khả năng sinh lợi			
- Hệ số lợi nhuận sau thuế/doanh thu thuần (lần)	0,50	0,20	0,16
- Hệ số lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu BQ (lần)	0,14	0,08	0,08
- Hệ số lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản (lần)	0,06	0,04	0,03

(Nguồn: Báo cáo Tài chính của PVI 2007, 2008, 2009)

Nhìn chung, các chỉ số tài chính của PVI cho thấy tình hình tài chính của PVI là tương đối khả quan. Quy mô vốn, tổng tài sản tăng đều qua các năm, các chỉ số về khả năng thanh toán đều đạt mức khá. Tuy nhiên, chỉ tiêu về khả năng sinh lời giảm mạnh sau năm 2007. Điều này là do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế và sự kém hiệu quả của hoạt động đầu tư của PVI. Mặc dù vậy, các chỉ tiêu này của PVI vẫn đạt mức trung bình khá so với mặt bằng chung của thị trường bảo hiểm.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH - ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Dự kiến kế hoạch lợi nhuận và cổ tức PVI 2010 - 2012 (đơn vị tính: triệu đồng)

Chỉ tiêu	2009	2010		2011		2012	
		Giá trị	% +/- so với 2009	Giá trị	% +/- so với 2010	Giá trị	% +/- so với 2011
Tổng doanh thu	3.566.429	4.111.188	15,27%	4.733.229	15,13%	5.469.251	115,55%
Lợi nhuận sau thuế	198.326	290.313	46,38%	294.252	1,36%	342.917	116,54%
Cổ tức (dự kiến)	124.260	197.663	59,07%	240.000	21,42%	240.000	100,00%
Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế/DT thuần (%)	5,56%	7,06%		6,22%		6,27%	
VĐL bình quân	1.035.500	1.600.000	54,51%	1.600.000	100,00%	1.600.000	100,00%
Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế/VĐL BQ (%)	19,15%	18,14%		18,39%		21,43%	
Tỷ lệ cổ tức (%)	12,00%	12,35%		15,00%		15,00%	

(Nguồn: Kế hoạch KD 2010 - 2012 PVI, PSI dự báo)

Các giả định cho việc ước lượng các chỉ tiêu tài chính

Việc định giá được chúng tôi dựa trên cơ sở phân tích, đánh giá thận trọng về kinh tế vĩ mô, ngành bảo hiểm, kế hoạch kinh doanh của PVI và các giả định sau:

- Nền kinh tế tiếp tục hồi phục và từng bước đi vào phát triển ổn định. Các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô trong năm 2010 được dự đoán tương đối khả quan như tăng trưởng GDP đạt 6,5%, lạm phát được kiểm soát dưới 10%.
- Thị trường bảo hiểm phát triển ổn định, dự kiến năm 2010 ngành bảo hiểm phi nhân thọ sẽ đạt tăng trưởng trên 15%.
- PVI tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu cao trong giai đoạn sắp tới (25% trong năm 2010, bình quân 20% trong giai đoạn 2011 - 2013, 15% trong giai đoạn 2014 - 2015, 10% trong giai đoạn 2016 - 2017) và sẽ tăng trưởng đều 5% kể từ năm 2018 trở đi. Xin lưu ý là các giả định này đều khá thận trọng và thấp hơn so với con số trung bình mà PVI đạt được trong 3 năm qua 2007-2009. Trong 3 năm qua 2007-2009, doanh thu bảo hiểm của PVI tăng khoảng 39%/năm, doanh thu thuần tăng khoảng 60%/năm.
- Vốn điều lệ vào năm 2010 sau khi thực hiện đợt phát hành sẽ là 1.600 tỷ đồng. Tổng số tiền thu được sẽ được PVI sử dụng nhằm mục đích: nâng cao năng lực bảo hiểm (tăng khả năng giữ lại của các hợp đồng bảo hiểm lớn), mở rộng mạng lưới phân phối, phát triển PVI lên tầm cỡ quốc tế. Ngoài ra, đợt phát hành lần này PVI đã chào bán cho đối tác chiến lược nước ngoài có khả năng hỗ trợ hoạt động kinh doanh của Tổng công ty nên PVI có thể dựa vào đối tác chiến lược nhằm tăng tính chuyên nghiệp và hiệu quả trong hoạt động đầu tư và trong quản trị công ty.

Kết quả định giá

Phương pháp định giá	Giá (VND/CP)
FCFE (COE: 14.96%, g=5% trong giai đoạn tăng trưởng đều)	44,362
FCFF (WACC: 14.96%, g=5% trong giai đoạn tăng trưởng đều)	44,362
PE (EPS forward 2010: 1.814, P/E bình quân ngành: 21.5)	39,107
PB (B/V 2010: 2.350; P/B bình quân ngành: 1,53)	35,955
Giá bình quân	40,946

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Báo cáo này được thực hiện bởi Phòng Phân tích - Ban Chiến lược Kinh doanh - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

Người đọc cần lưu ý: Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Trụ sở chính - Hà Nội

20 – Ngô Quyền, Hoàn Kiếm

Tel: (84-4) 6 278 9898

Fax: (84-4) 6 278 8989

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 1 – 5 Lê Duẩn, Quận I

Tel: (84-8) 3 911 1818

Fax: (84-8) 3 911 1919