

TỔNG CTCP BẢO HIỂM DẦU KHÍ VIỆT NAM – PVI (HNX) Cập nhật

20 /1/ 2011

MUA

Giá mục tiêu 26.000 đồng

TL tăng giá 49%

Ngành Bảo hiểm

Các chỉ số chính

Giá (20/1/2011)	17.500
Mức thấp nhất 52 tuần	15.500
Mức cao nhất 52 tuần	29.800
KLGD bình quân 10 ngày	104.160
Số lượng cổ phiếu lưu hành	159.710.364
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	2.843
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	135
Room nước ngoài (triệu cp)	40.798.829

Định giá	2009	2010E	2011F
EPS (VND)	1.915	1.863	1.996
Tăng trưởng EPS	15,9%	-2,7%	14,2%
BVPS (VND)	23.444	23.462	23.958
P/E	14,3	9,6	8,9
P/B	1,2	0,8	0,7
Suất sinh lợi cổ tức	6,9%	8,6%	8,6%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối %	1,7	-30,6	-16,8
Giá trị tương đối %	6,4	2,6	16,8



Tỷ lệ sở hữu	%
PVN	52,1
NDT nước ngoài	23,5
Khác	24,4

Tu Pham, **Analyst**
tu.pham@vcsc.com.vn
 T: +84 8 39143588 ext 120

Duy trì giá mục tiêu, khuyến nghị MUA với mức định giá hấp dẫn

PVI hiện đang được giao dịch ở mức P/B rất hấp dẫn là 0,8x, thấp hơn nhiều so với mức 1,3x của trung bình ngành trong khu vực và 1,9x của các công ty bảo hiểm trong nước vốn chịu tác động mạnh từ kết quả định giá cao của BVH.

Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA cổ phiếu này căn cứ vào triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ và mức định giá hấp dẫn của PVI ở mức giá hiện tại, ước tính có thể bù đắp những rủi ro liên quan đến khả năng sụt giảm giá trị tài sản đầu tư của công ty.

Trong năm 2010, thị trường bảo hiểm phi nhân thọ trong nước đã đạt tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ 24% so với năm 2009. Mặc dầu Bảo hiểm Bảo Việt đã lấy lại vị trí dẫn đầu trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ. PVI đã đạt được mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng 50% với tổng doanh thu phí bảo hiểm đạt 4.460 tỷ đồng, nâng thị phần bảo hiểm phi nhân thọ của PVI tăng lên 26% trong năm 2010 so với mức thị phần 20% trong năm 2009. Lợi nhuận trước thuế năm 2010 của công ty tăng 54% so với năm ngoái, đạt 340 tỷ đồng, xấp xỉ con số dự báo 338 tỷ đồng của chúng tôi.

Trong năm 2010, PVI vẫn được mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp ưu đãi, 12,5%, nên lợi nhuận sau thuế ước đạt 298 tỷ đồng, tương đương EPS 2010 là 1.863 đồng và BVPS 2010 là 23.462 đồng.

Chúng tôi tin tưởng PVI sẽ tiếp tục đạt tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong năm 2011

Với vị thế dẫn đầu của PVI cùng với tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của ngành, chúng tôi điều chỉnh kết quả dự báo doanh thu phí bảo hiểm trong năm 2011 của PVI từ 4.380 tỷ đồng lên 5.120 tỷ đồng, tương đương tăng 15% so với năm 2010. Lợi nhuận trước thuế ước đạt 425 tỷ đồng, tăng 25% so với năm 2010. Trong năm 2011, PVI sẽ bắt đầu chịu mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp đầy đủ là 25% nên lợi nhuận sau thuế năm 2011 ước tính sẽ đạt 319 tỷ đồng, tăng 7% so với năm 2010.

Chúng tôi đưa ra mức dự báo kết quả kinh doanh cho PVI trong năm 2011 dựa trên quan điểm thận trọng trong bối cảnh tình hình cạnh tranh trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ ngày càng trở nên gay gắt, nhất là khi càng có nhiều đối thủ đang chuẩn bị nhiều kế hoạch chiến lược nhằm tăng khả năng cạnh tranh. Diễn hình như sẽ tập trung vào Tổng Công ty Cổ phần Bảo hiểm Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam phân khúc bán lẻ bằng cách tăng cường phát triển kênh phân phối bảo hiểm qua ngân hàng; Tổng công ty cổ phần Bảo hiểm Bưu điện đặt mục tiêu tăng trưởng 30% trong năm 2011 và Công ty Cổ phần Bảo hiểm Quân đội sẽ củng cố năng lực tài chính bằng cách tăng vốn điều lệ từ 300 tỷ đồng lên 400 tỷ đồng. Đặc biệt, Bảo hiểm Bảo Minh (BMI), công ty bảo hiểm lớn thứ ba trên thị trường phi nhân thọ cũng sẽ tái cấu trúc hoạt động và quyết tâm giành lại thị phần tại các phân khúc bảo hiểm chính cũng như phân khúc lớn nhất trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ là bảo hiểm xe cơ giới.

Tuy nhiên, PVI vẫn giữ vị trí dẫn đầu trong những phân khúc bảo hiểm quan trọng của ngành sẽ phát triển song hành với sự phát triển kinh tế như bảo hiểm xây dựng lắp đặt, bảo hiểm năng lượng, bảo hiểm tài sản & thiệt hại. Ngoài ra, việc chính phủ tiếp tục dành 13% tổng ngân sách quốc gia để phát triển cơ sở hạ tầng và 65% vốn FDI cam kết trong năm 2010 cũng chủ yếu tập trung vào ngành điện, nước, xây dựng và bất động sản sẽ là những điều kiện thuận lợi cho ngành bảo hiểm phi nhân thọ phát triển.

See important disclosure at the end

Lãi suất năm 2011 được dự báo sẽ giảm nhưng vẫn sẽ ở mức cao trong 6 tháng đầu năm 2011, thuận lợi cho các công ty bảo hiểm như PVI ghi nhận thêm lãi tiền gửi

Lượng tiền gửi của PVI tại các tổ chức tài chính ước tính chiếm 22% tổng tài sản đầu tư của công ty. Vì vậy, với lãi suất cao như hiện nay, số tiền gửi này sẽ mang về cho PVI khoản lãi khá tích cực.

PVI có kế hoạch tăng vốn điều lệ từ 1.597 tỷ đồng lên 1.800 tỷ đồng và Quỹ đầu tư Oman dự định tăng tỷ lệ sở hữu tại PVI.

Trong năm qua, Quỹ Đầu tư Oman đã nâng tỷ lệ sở hữu tại PVI từ 12,6% lên 13,28% bằng việc mua vào một triệu cổ phiếu PVI trên thị trường chứng khoán Hà Nội từ ngày 12/11/2010 đến ngày 27/12/2010 với giá mua trung bình 18.000 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng quỹ này sẽ tiếp tục tăng cổ phần tại PVI trong năm 2011, như thế sẽ hỗ trợ rất nhiều cho kế hoạch tăng vốn của PVI và tác động tích cực đến giá cổ phiếu.

Rủi ro sụt giảm giá trị tài sản đầu tư của PVI

Một trong những tài sản đầu tư ủy thác của PVI là khoản tiền khoảng 240 tỷ đồng được ủy thác cho một ngân hàng thương mại trong nước và ngân hàng đó đã cho Vinashin vay. Những khoản nợ của Vinashin được xem như có sự bảo đảm của Chính phủ nên PVI không cần trích dự phòng. Tuy nhiên, giá trị của khoản tài sản ủy thác đầu tư này rõ ràng sẽ bị ảnh hưởng nếu xem xét trường hợp nhà ủy thác đầu tư, PVI, muốn thu hồi nợ gốc ngay thời điểm hiện tại trong khi đối tượng trực tiếp sử dụng tài sản đầu tư, Vinashin, đang khó khăn về tài chính.

Mặc dù vậy, giá trị khoản ủy thác đầu tư này chỉ chiếm 7% tổng tài sản đầu tư của PVI và chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu hiện tại đã phản ánh rủi ro này.

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH (triệu đồng)	2009	2010E	2011E
Phí bảo hiểm gốc	2.770.089	4.109.686	4.747.675
Phí nhận tái bảo hiểm	198.688	349.323	379.814
Doanh thu thuần hoạt động bảo hiểm	1.261.970	1.785.075	2.275.953
Chi bồi thường bảo hiểm gốc	(465.382)	(531.752)	(711.179)
Tăng (giảm) dự phòng bồi thường	(208.889)	(352.719)	(400.212)
Lợi nhuận gộp hoạt động KDBH	587.699	900.603	1.164.562
Chi phí hoạt động	(568.428)	(805.728)	(1.025.317)
LN trước thuế từ hoạt động KDBH	19.271	94.875	139.245
Lợi nhuận hoạt động tài chính	200.113	245.353	285.792
Lợi nhuận khác	702	-	-
Lợi nhuận trước thuế TNDN	220.086	340.228	425.037
Thuế TNDN phải nộp	(21.759)	(42.529)	(106.259)
Lợi nhuận sau thuế	198.327	297.700	318.778

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Triệu đồng)	2009	2010E	2011E
TÀI SẢN LƯU ĐỘNG	4.373.171	5.451.211	5.752.008
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.478.790	1.835.899	2.018.765
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.138.879	2.514.678	2.497.789
Các khoản phải thu	755.502	1.100.635	1.235.455
TÀI SẢN DÀI HẠN	1.549.200	1.382.256	1.337.206
Tài sản cố định	87.681	90.328	92.730
Đầu tư tài chính dài hạn	1.261.479	1.077.719	971.362
Tài sản dài hạn khác	200.040	214.209	273.114
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	5.922.371	6.833.468	7.089.214
NỢ PHẢI TRẢ	3.494.699	3.086.399	3.262.933
Nợ ngắn hạn	2.602.492	1.538.601	1.360.794
Nợ dài hạn	2.469	130.000	130.000
Dự phòng phí	889.738	1.417.797	1.772.138
VỐN CHỦ SỞ HỮU	2.427.672	3.747.069	3.826.282
Vốn chủ sở hữu	5.922.371	6.833.468	7.089.214

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2009	2010E	2011E
Chỉ số tăng trưởng			
Tăng trưởng phí bảo hiểm	38,3%	50,2%	15,0%
Tăng trưởng phí giữ lại	32,3%	50,4%	14,7%
Tăng trưởng doanh thu thuần	50,5%	41,5%	27,5%
Chỉ số sinh lời			
Tỷ lệ phí BH giữ lại	47,5%	47,6%	47,5%
Tỷ lệ bồi thường/DT thuần	34,0%	29,8%	31,2%
Tỷ lệ kết hợp	88,5%	84,6%	84,9%
ROA	3,3%	4,4%	4,5%
ROE	8,2%	8,0%	8,4%
Chỉ số khác			
Tổng dự phòng phí/ DT thuần	63,0%	66,8%	72,8%
Khả năng thanh toán hiện hành	1,7	3,5	4,2
Nợ/VCSH	0,8	0,2	-

ĐỊNH GIÁ	2009	2010E	2011E
Thu nhập/ cổ phiếu (VND)	1.915	2.184	1.996
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu (VND)	23.444	23.462	23.958
Cổ tức/ cổ phiếu (VND)	1.200	1.500	1.500
Thị giá (VND)	17.500	17.500	17.500
P/E	14,3	9,6	8,9
P/B	1,2	0,8	0,7
Tỷ lệ cổ tức/ thị giá	6,9%	8,6%	8,6%

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Cẩm Tú, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi về công ty này. Tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/B, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
T : +84 8 3914 3588 F: +84 8 3914 3209

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3914 3209

Chi nhánh Hà Nội

18 Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (84) 4 6262 6999 F : (84) 4 6278 2688

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3821 6186

Phòng Nghiên Cứu**Giám đốc Nghiên Cứu**

Marc Djandji, M.Sc., CFA, ext 116
marc.djandji@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Hoàng Thị Hoa, ext 146

CV cao cấp, Trương Vĩnh An, ext 143

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Phạm Cẩm Tú, ext 120

Chuyên viên, Vũ Thanh Tú, ext 105

Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Nguyễn Thị Ngọc Lan, ext 147

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức**Nước ngoài**

Michel Tosto
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước**Tp. Hồ Chí Minh**

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Lê Đức Cường
+84 4 6262 6999, ext 333
cuong.le@vcsc.com.vn

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.