

CÔNG TY CP BẢO HIỂM DẦU KHÍ (PVI) – CẬP NHẬT

Khuyến nghị: GIỮ

GIỚI THIỆU

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 trên HASTC một năm sau đó.

Là công ty bảo hiểm phi nhân thọ lớn thứ 2 tại Việt Nam, PVI cung cấp các dịch vụ bảo hiểm phi nhân thọ, kinh doanh tái bảo hiểm và các dịch vụ bảo hiểm khác.

THÔNG TIN CHUNG

Ngành	Bảo hiểm
Niêm yết	HASTC
Mã CK	PVI
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.035,5
Giá cao nhất trong 52 tuần	44.850
Giá thấp nhất trong 52 tuần	19.340
KLGDBQ trong 10 ngày	125.500

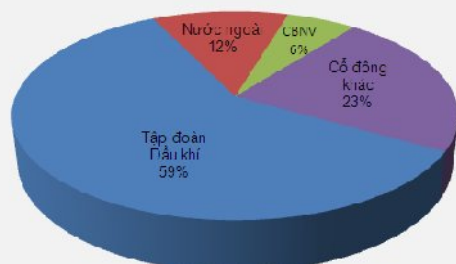
CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

Giá (17/08/2009)	32.600
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	3.376
EPS 2008 (VND)	1.658
P/E 2008 (x)	19,7
P/B 2008 (x)	1,5
ROE 2008 (%)	7,5
ROA 2008 (%)	3,5

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH 1H2009

Doanh thu thuần (tỷ đồng)	617,0
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	26,7
LNTT (tỷ đồng)	116,3
Tỷ số kết hợp (%)	95,7
ROE (%)	8,6
ROA (%)	3,7
Trailing EPS (VND)	1.969
Trailing PE (x)	16,6

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



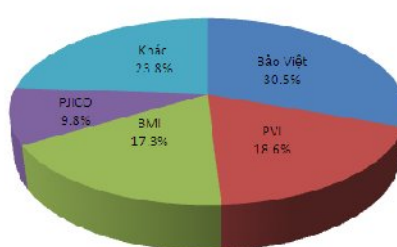
Nguồn: Báo cáo thường niên PVI

TIÊU ĐIỂM CÔNG TY:

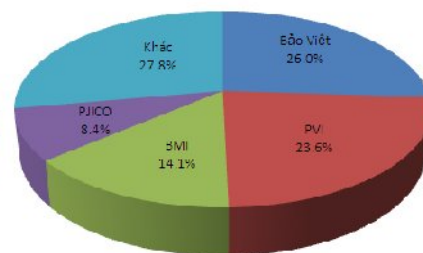
Một trong những công ty bảo hiểm phi nhân thọ hàng đầu với cơ sở khách hàng vững chắc. Chiếm 18,57% tổng thị phần bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam trong năm 2008, PVI đã chính thức vượt qua Bảo Việt và trở thành công ty bảo hiểm lớn thứ 2 trong ngành sau Bảo Việt. PVI cũng được biết đến như là công ty bảo hiểm hàng đầu trong lĩnh vực bảo hiểm công nghiệp. Nhờ sự hỗ trợ từ phía Petrovietnam, công ty là sự lựa chọn hàng đầu của các công ty thành viên của tập đoàn trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ. Bên cạnh đó, là công ty dẫn đầu trong lĩnh vực bảo hiểm hàng hải, PVI thiết lập được quan hệ tốt với các chủ tàu lớn như VOSCO, Vitranschart, Vinashin hay VSP.

Thị phần trong ngành không ngừng được nâng cao. Trong nửa đầu năm 2009, trong khi các công ty bảo hiểm phi nhân thọ chiếm thị phần lớn đã có tốc độ tăng trưởng không tốt so với cùng kì như Bảo Việt (0,54%), BMI (-8,81%), PJICO (6,24%) thì PVI là công ty bảo hiểm có tốc độ tăng trưởng doanh thu từ phí nhanh nhất (35,25%) trong top 5 công ty bảo hiểm phi nhân thọ tại thị trường Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng của PVI cũng cao hơn nhiều so với mức bình quân ngành là 15,82%. Nguyên nhân chính của sự tăng trưởng mạnh của PVI trong 2 quý đầu năm là sự phát triển mạnh của loại hình bảo hiểm dầu khí (94,04%) vốn là thế mạnh tuyệt đối của PVI với 95% thị phần. Chênh lệch thị phần giữa PVI và Bảo Việt, công ty bảo hiểm phi nhân thọ lớn nhất Việt Nam, đang thu hẹp dần khi mà thị phần của PVI đã tăng 5,03% lên 23,6% trong nửa đầu năm 2009.

Thị phần BHPNT năm 2008



Thị phần BHPNT 1H2009

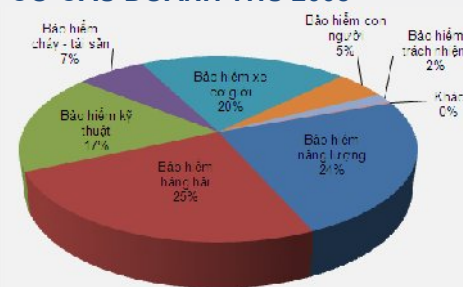


Nguồn: Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam

Năm 2008: Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm suy giảm nhưng vẫn hiệu quả hơn các công ty khác trong ngành. PVI hoàn thành vượt mức kế hoạch doanh thu phí bảo hiểm năm 2008 và tăng trưởng 26,4% so với năm 2007 nhờ sự tăng trưởng cao của các loại hình bảo hiểm trọng yếu của PVI như Bảo hiểm hàng hải 42,9%; bảo hiểm xe cơ giới 70,5%; bảo hiểm cháy – tài sản 39,6%. Tuy nhiên, cũng giống như các công ty khác trong ngành, tỷ lệ bồi thường của PVI (41,8%) tăng mạnh so với năm 2007 (28,7%). Có hai nguyên nhân chính của sự gia tăng này. Thứ nhất, tỷ lệ bồi thường của bảo hiểm năng lượng tăng cao và chiếm tới 43% tổng tiền bồi thường trong khi doanh thu chỉ chiếm 24% tổng doanh thu từ phí bảo hiểm gốc. Điều này làm tăng tỷ lệ chi bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại, từ 30,2% lên 42,3%. Thứ hai, PVI trích bổ sung quỹ dự phòng bồi thường 73,3 tỷ đồng khiến tỷ lệ quỹ dự phòng bồi thường/phí giữ lại tăng từ 0,5% trong năm 2007 lên đến 7,4% trong năm 2008. Sự gia tăng của chi phí bồi thường đã làm cho mức lợi nhuận trước thuế từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm của PVI chỉ đạt 4,7 tỷ, giảm 90,3% so với năm 2007. Mặc dù vậy, nếu như so sánh với các công ty khác trong ngành, hoạt động kinh doanh bảo hiểm của PVI vẫn tỏ ra hiệu quả hơn các công ty trong ngành. Tỷ lệ bồi thường trên phí giữ lại trong năm 2008 của PVI là 38%, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình ngành 48,8%, Bảo Việt (52,6%) và BMI (62%).

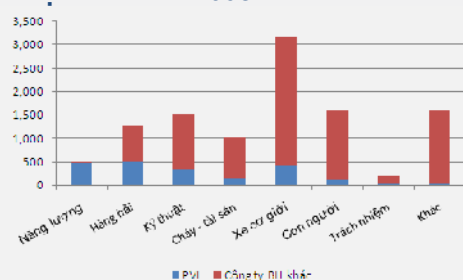
... trong khi lợi nhuận từ hoạt động đầu tư là cứu cánh của lợi nhuận cả năm, hiệu quả của hoạt động đầu tư khá thấp so với BMI và VNR. Lợi nhuận từ hoạt động tài chính của PVI năm 2008 chỉ đạt 166,5 tỷ, giảm 15,7% so với năm 2007. Điều này làm cho mức sinh lợi trên giá trị tài sản đầu tư của PVI sụt giảm từ 5,1% trong năm 2007 còn 4% trong năm 2008. Thị trường chứng khoán giảm mạnh là nguyên nhân chính làm sụt giảm hiệu quả đầu tư của PVI. Trong năm 2008, PVI đã lỗ khoảng 160 tỷ từ việc kinh doanh chứng khoán và lập dự phòng giảm giá chứng khoán. Bên cạnh đó, PVI dường như không được hưởng lợi nhiều từ cơn sốt lãi suất năm 2008 do sự thay đổi trong cơ cấu danh mục đầu tư. PVI đã chuyển một phần lớn tiền gửi tại các tổ chức tín dụng sang ủy thác cho hai công ty liên kết là PVI Invest và PVI Finance đầu tư với lãi suất cố định. Do đó, tỷ trọng của ủy thác đầu tư trong danh mục đầu tư của PVI tăng từ mức 19,7% năm 2007 lên 43,9% trong năm 2008.

CƠ CẤU DOANH THU 2008



Nguồn: PVI

THỊ PHẦN PVI 2008



Nguồn: Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam

Doanh thu 6 tháng đầu năm 2009 tăng ấn tượng nhưng hiệu quả sinh lợi thấp. Tổng doanh thu của PVI, bao gồm doanh thu từ phí bảo hiểm và doanh thu từ hoạt động đầu tư tăng 31,3% so với cùng kỳ năm 2007 và đạt 60,2% kế hoạch. Nguyên nhân chính của sự tăng trưởng mạnh về doanh thu là nhờ phí bảo hiểm gốc tăng mạnh, khoảng 35,2%. Doanh thu phí bảo hiểm gốc trong Q2/2009 cũng tăng 14,31% so với quý trước đó. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế của PVI chỉ tăng 15,3% do PVI chỉ được giảm 50% thuế TNDN trong năm 2009 thay vì được miễn thuế như hai năm 2007 và 2008.

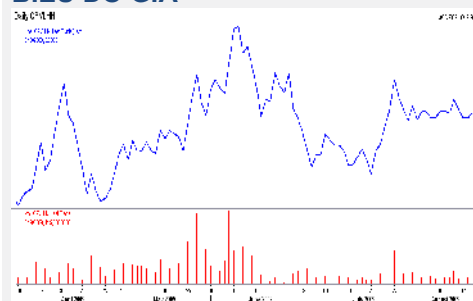
Về hoạt động bảo hiểm, lợi nhuận của PVI trong 1H2009 là 26,7 tỷ, giảm 68% so với Q1. Tỷ số bồi thường tăng từ 30,9% trong 1H2008 lên 43% trong 1H 2009. Do đó, tỷ số kết hợp 1H2009 ở mức rất cao, khoảng 95,7%. Việc tỷ lệ dự phòng bồi thường tăng lên 8,1 lần và sự gia tăng đột biến của phí nhượng tái bảo hiểm trong Q2/2009 so với cùng kỳ năm trước (trên 100%) là nguyên nhân làm cho lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm giảm mạnh.

Về hoạt động đầu tư, lợi nhuận của PVI trong 1H2009 là 105,6 tỷ, tăng 5,3 lần so với 1H2008. Do PVI phân bổ gần 80% vốn đầu tư vào các khoản đầu tư hưởng lãi suất cố định như ủy thác đầu tư hay trái phiếu nên doanh thu từ hoạt động đầu tư không có thay đổi nhiều so với cùng kỳ năm trước. Nguyên nhân chính của sự gia tăng trong lợi nhuận từ hoạt động đầu tư là do công ty không chịu những khoản lỗ lớn từ đầu tư cổ phiếu như 1H2008. Thêm vào đó, PVI đã hoàn nhập 63 tỷ từ dự phòng giảm giá chứng khoán đã được trích lập cuối năm 2008 và Q1/2009.

Triển vọng 2009: Sự sụt giảm của ngành vận tải biển sẽ làm cho những dịch vụ liên quan, trong đó có bảo hiểm hàng hải, suy yếu. Do đó, khác với năm 2008, doanh thu phí bảo hiểm hàng hải khó có khả năng là nhân tố dẫn dắt doanh thu phí bảo hiểm của PVI trong năm 2009. Sự tăng trưởng mạnh của lĩnh vực bảo hiểm năng lượng sẽ là nhân tố chính quyết định sự tăng trưởng về phí bảo hiểm của PVI năm 2009. Cùng với sự hồi phục của giá dầu, các dự án thăm dò và khai thác dầu khí bị tạm hoãn cũng bắt đầu được khởi động lại. Điều này sẽ tạo một nguồn cầu lớn đối với loại hình bảo hiểm dầu khí.

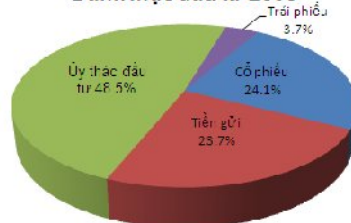
Cơ cấu danh mục đầu tư trong năm 2009 cũng được phân bổ theo nguyên tắc khá thận trọng nhằm hạn chế rủi ro. Trong khi lãi suất tiền gửi đã giảm mạnh so với năm 2008 thì thu nhập từ hoạt động ủy thác đầu tư (67% được ủy thác cho PVI Invest và PVI Finance) sẽ là khoản đóng góp lớn nhất trong doanh thu cũng như là lợi nhuận từ hoạt động đầu tư. Theo ước tính của chúng tôi, lợi nhuận từ ủy thác đầu tư sẽ chiếm khoảng 68% tổng lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tài chính năm 2009.

BIỂU ĐỒ GIÁ

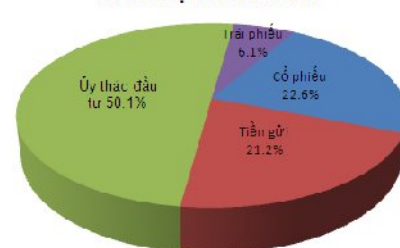


Nguồn: Reuters

Danh mục đầu tư 2008



Danh mục đầu tư 2009



Nguồn: PVI

Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế của công ty trong năm 2009 là 232,8 tỷ, trong đó lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm sẽ khoảng 34,8 tỷ và lợi nhuận từ hoạt động đầu tư là 198 tỷ. Do PVI phải chịu thuế suất 12,5%, lợi nhuận sau thuế năm 2009 sẽ khoảng 203,7 tỷ. Chúng tôi kỳ vọng PVI sẽ có lợi từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm do doanh thu chính của PVI đến từ Bảo hiểm năng lượng, bảo hiểm hàng hải và bảo hiểm kỹ thuật. Thông thường, giá trị của các hợp đồng bảo hiểm rất lớn và PVI thường tái bảo hiểm cho các đối tác nước ngoài như Swiss Re, Munich Re hay Korean Re. Do đó, việc kiểm soát chi phí bồi thường khi có tai nạn xảy ra của PVI là rất tốt so với các công ty khác trong ngành.

KHUYẾN NGHỊ:

Do phần lớn (78%) danh mục đầu tư của PVI tập trung vào các khoản có thu nhập cố định, chúng tôi không kỳ vọng một sự tăng trưởng đột biến về lợi nhuận của PVI trong những năm tiếp theo. Bên cạnh đó, dựa trên dự báo lợi nhuận sau thuế 2009 là 203,7 tỷ, PVI hiện đang được giao dịch tại mức giá 32.600/cp tương ứng với PE 2009 là 16,6x. So với các công ty bảo hiểm khác là Bảo Việt hay Bảo Minh, PVI đang được định giá khá hợp lý. Do đó, chúng tôi khuyến nghị GIỮ ĐỐI với cổ phiếu này ở mức giá hiện tại.

SO SÁNH CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

	PVI*	BVH*	BMI**	VNR**
Giá (17/8/2009)	32.600	40.500	30.100	31.300
Giá trị vốn hóa (VND bn.)	3.376	23.208	2.273	2.104
Vốn điều lệ (VND bn.)	1.036	5.730	755	672
Lợi nhuận ròng 2009 (VND bn.)	214,9	1.476,1	144,4	157,5
EPS 2009 (VND)	1.967	2.576	1.912	2.343
BV 2009 (VND)	23.063	16.187	28.762	29.770
PE 2009 (x)	16,6	15,72	15,74	13,36
PB 2009 (x)	1,41	2,50	1,05	1,05
Tăng trưởng phí bảo hiểm 2008 (%)	27,4	N/A	16,7	18,2
Tăng trưởng doanh thu bảo hiểm 2008 (%)	66,7	N/A	27,0	34,4
Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư (VND bn.)	166,5	638,8	206,5	205,3
Tỷ suất sinh lợi từ hoạt động đầu tư (%)	4,0	2,6	9,0	9,5
Tỷ số bồi thường (%)	41,8	66,5	59,2	44,1
Tỷ số chi phí (%)	57,6	32,4	44,7	58,6
Tỷ số kết hợp (%)	99,4	99,0	103,9	102,7
Đầu tư/vốn CSH (x)	1,82	2,96	1,09	1,13
ROE 2008 (%)	7,5	6,4	6,5	8,3
ROA 2008 (%)	3,5	2,1	4,3	5,9

*: VCSC ước tính lợi nhuận 2009

** : Kế hoạch lợi nhuận 2009 của công ty

BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÁ KHỨ VÀ DỰ PHÓNG

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (Triệu đồng)	FY07A	FY08A	1H2009	2009E
Thu phí bảo hiểm gốc	1.598.791	2.020.554	1.520.146	2.626.721
Thu phí nhận tái bảo hiểm	86.387	125.959	77.985	157.603
Các khoản giảm trừ	1.154.641	1.159.875	987.275	1.497.231
Tăng (giảm) dự phòng phí. dự phòng toán học	89.589	228.633	62.527	193.064
Thu hoa hồng nhượng tái Bảo Hiểm	58.032	80.315	68.587	101.129
Thu khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm	3.981	73	68	
Doanh thu thuần hoạt động bảo hiểm	502.961	838.393	616.984	1.195.158
Chi bồi thường bảo hiểm gốc. trả tiền bảo hiểm	417.659	886.011	343.115	788.016
Chi bồi thường nhận tái Bảo Hiểm. trả tiền bảo hiểm	78.212	46.049	21.534	47.281
Các khoản giảm trừ	344.096	577.530	195.896	505.644
Chi bồi thường về phía giữ lại	151.775	354.530	168.753	329.653
Chi bồi thường từ dự phòng dao động lớn	(36.673)	(107.024)		(45.048)
Tăng (giảm) dự phòng bồi thường	2.459	73.315	78.268	154.451
Số trích dự phòng dao động lớn trong năm	26.579	29.644	18.343	38.613
Chi khác cho hoạt động bảo hiểm	70.703	103.498	60.036	132.912
Tổng chi phí hoạt động bảo hiểm	214.843	453.964	325.400	610.581
Lợi nhuận gộp hoạt động KDBH	288.119	384.429	291.585	584.577
Chi phí hoạt động	240.221	379.769	264.845	549.773
Chi phí bán hàng	160.925	291.082	185.583	418.305
Chi phí quản lý doanh nghiệp	79.297	88.686	79.262	131.467
LN thuần (trước thuế) từ hoạt động KDBH	47.897	4.660	26.740	34.804
Doanh thu hoạt động tài chính	284.243	504.744	211.286	350.737
Chi hoạt động tài chính	86.686	338.268	105.707	152.761
Lợi nhuận hoạt động tài chính	197.557	166.476	105.579	197.976
Lợi nhuận hoạt động khác	4.511	565	497	
Lợi nhuận chịu thuế TNDN	249.965	171.701	132.815	232.780
Thuế TNDN phải nộp			16.506	29.097
Lợi nhuận sau thuế TNDN	249.965	171.701	116.309	203.682

BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÁ KHỨ VÀ DỰ PHÒNG

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Triệu đồng)	FY07A	FY08A	1H2009	2009E
TÀI SẢN LƯU ĐỘNG	3.702.304	3.563.870	4.035.441	3.490.775
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.158.716	833.561	709.780	47.672
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	2.172.970	2.260.743	2.662.762	2.798.713
Các khoản phải thu ngắn hạn	355.816	446.410	623.489	608.536
Tài sản ngắn hạn khác	14.802	23.157	39.410	35.855
TÀI SẢN DÀI HẠN	816.967	1.354.491	1.542.316	1.489.846
Tài sản cố định	279.563	284.572	294.448	278.446
Tài sản cố định hữu hình	55.775	64.911	60.886	58.785
Tài sản cố định vô hình	216.669	219.661	233.562	219.661
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	7.119			
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	531.404	1.061.443	1.237.196	1.199.448
Tài sản dài hạn khác	6.000	8.475	10.671	11.952
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	4.519.271	4.918.361	5.577.756	4.980.620
NỢ PHẢI TRẢ	2.764.877	2.630.339	3.211.359	2.592.466
Nợ ngắn hạn	2.335.806	1.970.620	2.392.493	1.591.667
Phải trả người bán	141.641	237.593	557.687	284.380
Nợ ngắn hạn khác	2.194.165	1.733.027	1.834.807	1.307.287
Nợ dài hạn	1.246	2.176	2.185	2.176
Dự phòng phí	427.824	657.543	816.680	998.622
Dự phòng phí BH trì hoãn	243.386	473.457	535.984	666.521
Dự phòng bồi thường	43.626	120.483	198.751	274.935
Dự phòng dao động lớn	140.813	63.602	81.945	57.167
VỐN CHỦ SỞ HỮU	1.754.394	2.288.022	2.366.397	2.388.154
Vốn chủ sở hữu	1.743.068	2.284.312	2.356.679	2.384.444
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	890.000	1.035.500	1.035.500	1.035.500
Thặng dư vốn cổ phần	663.000	1.049.988	1.049.988	1.049.988
Quỹ đầu tư phát triển	-	69.990	118.067	69.990
Quỹ dự trữ bắt buộc	12.498	15.180	15.180	15.180
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	177.570	113.654	137.945	213.786
Nguồn kinh phí và quỹ khác	11.326	3.710	9.718	3.710
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	4.519.271	4.918.361	5.577.756	4.980.620

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2007	2008	1H 2009	2009
Tăng trưởng phí bảo hiểm (%)	38,9	27,4	34,9	29,7
Tăng trưởng phí giữ lại (%)	59,0	80,1	4,7	30,1
Tăng trưởng doanh thu bảo hiểm (%)	64,0	66,7	17,1	42,6
Tỷ suất sinh lợi của hoạt động đầu tư (%)	5,1	4,0	2,3	5,0
Tỷ lệ phí giữ lại (%)	35,2	49,7	42,5	49,9
Tỷ số bồi thường (%)	28,7	41,8	43,0	40,0
Tỷ số chi phí (%)	61,8	57,6	52,7	57,1
Tỷ số kết hợp (%)	90,5	99,4	95,7	97,1
ROE (%)	14,3	7,5	4,9	8,5
ROA (%)	5,5	3,5	2,1	4,1
EPS (VND)	2.809	1.658	1.969	1.967
BVS (VND)	19.585	22.060	22.853	23.063
PE (x)	11,6	19,7	16,6	16,6
P/B (x)	1,7	1,5	1,4	1,4

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.

Trịnh Thanh Cần can.trinh@vcsc.com.vn

Hoàng Thị Hoa hoa.hoang@vcsc.com.vn

Đinh Thị Như Hoa hoa.dinh@vcsc.com.vn

Ông Thị Thanh Thảo thao.ong@vcsc.com.vn

Nguyễn Ngọc Ý Nhi nhi.nguyen@vcsc.com.vn

Võ Phúc Nguyên nguyen.vo@vcsc.com.vn

Võ Xuân Quỳnh quynh.vo@vcsc.com.vn

Lê Chí Hiếu hieu.le@vcsc.com.vn

Vũ Thành Tú tu.vu@vcsc.com.vn

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam

ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209

<http://www.vcsc.com.vn>