

MUA MẠNH

Công ty cổ phần PVI (PVI) Báo cáo phân tích lần đầu

BSC

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	37,000
Giá đóng cửa	29,500
Upside	24%

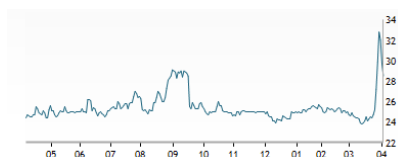
Dữ liệu thị trường

Số lượng CP lưu hành	222,487,267
Vốn hóa (tỷ đ)	6,607.87
KLGD TB 10 phiên	286,656

Cơ cấu cổ đông

HDI Global	35.73%
PVN	35.00%
Funderburk	
Lighthouse Ltd	12.03%
Ngân hàng TMCP Đại	
chúng Việt Nam	6.23%
CTCP PVI	5.02%
Red River Holding	4.31%
Khác	0.11%

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Hoàng Lê

lenbh@bsc.com.vn

Công ty cổ phần PVI được thành lập năm 1996, với vốn điều lệ hiện nay là 2,342 tỷ đồng. CTCP PVI hoạt động trong 2 lĩnh vực chính là bảo hiểm phi nhân thọ và tái bảo hiểm, và hiện đang là công ty đầu ngành trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ, với 18.65% thị phần.

Các báo cáo cũ: [Link](#)

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** cổ phiếu PVI với giá mục tiêu **36,500 đồng/cp, upside 24%**, so với mức giá đóng cửa 29,500 VND/cp vào ngày 24/4/2017, theo phương pháp P/B với mức hệ số P/B được chọn là 1.2x, vẫn thấp hơn khoảng 8% so với mức định giá trung vị của cổ phiếu ngành bảo hiểm. PVI là cổ phiếu đầu ngành bảo hiểm phi nhân thọ, đang được định giá thấp nhất thị trường.

Catalyst

Kế hoạch nới room khối ngoại lên 100%. Đây là doanh nghiệp bảo hiểm đầu tiên của Việt Nam có chủ trương nâng room khối ngoại lên mức 100%, đặc biệt khi room khối ngoại cho PVI hiện đã full 49%. Các thương vụ tăng vốn cho CĐCL NN của các Cty bảo hiểm phi nhân thọ gần đây có mức định giá P/B khá cao giao động từ 2,2 đến 2,7 lần (so với P/B 1.0 hiện tại trên TTCK của PVI).

Hưởng lợi khi lãi suất tăng. Hoạt động đầu tư của PVI thận trọng, với tiền mặt chiếm tới 86% cơ cấu (TB ngành 70%), Ước tính với 1% tăng lên của lãi suất, thì lợi nhuận đầu tư của PVI tăng hơn 60 tỷ đồng, tương đương khoảng 20% lợi nhuận cốt lõi.

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng doanh thu đến từ sự hồi phục của ngành dầu khí, và những nỗ lực mở rộng kênh phân phối và sản phẩm của PVI
- Kết quả kinh doanh cốt lõi cải thiện nhờ (1) đã tăng cường trích lập dự phòng bồi thường (2) Hoạt động đầu tư khả quan nhờ mặt bằng lãi suất cải thiện và tổng số tiền đầu tư tăng cao
- Chất lượng tài sản được nâng cao sau khi thực hiện thoái vốn đầu tư ghi nhận lợi nhuận đột biến, cũng như hoàn thành trích lập dự phòng ở các khoản đầu tư không hiệu quả
- Cổ phiếu đang được giao dịch ở mức P/B thấp nhất thị trường ở mức 1.0x, trong khi top 5 các doanh nghiệp bảo hiểm đều thực hiện bán cổ phần cho cổ đông chiến lược với mức giá khoảng 2 lần BVPS

Rủi ro đầu tư

- Chịu ảnh hưởng từ PVN và ngành dầu khí khiến kết quả kinh doanh nhiều biến động

Tổng quan ngành và doanh nghiệp

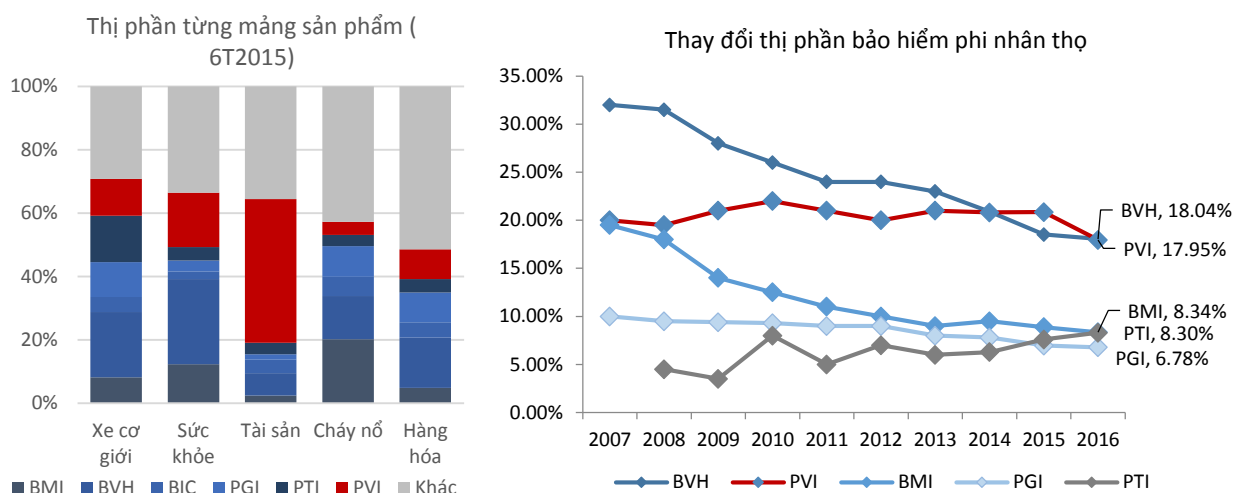
Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** cổ phiếu PVI với giá mục tiêu **36,500 đồng/cp, upside 24%**, so với mức giá đóng cửa 29,500 VND/cp vào ngày 24/4/2017. Các thương vụ tăng vốn cho CĐCL NN của các Cty bảo hiểm phi nhân thọ gần đây có mức định giá P/B khá cao giao động từ 2,2 đến 2,7 lần (so với P/B 1.0 hiện tại trên TTCK của PVI). Khuyến nghị dựa trên các yếu tố sau:

Triển vọng tăng trưởng doanh thu khả quan	- Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ đang ở mức xấp xỉ BVH và dẫn đầu thị trường, bất chấp sự khó khăn của ngành dầu khí - Kỳ vọng phục hồi cùng ngành dầu khí: Doanh thu từ tập đoàn PVN đã giảm mạnh 60% trong bối cảnh toàn ngành dầu khí suy thoái, khiến doanh thu phí bảo hiểm gốc của PVI giảm 9.9% trong khi thị trường bảo hiểm tăng trưởng mạnh 14.04%. BSC kỳ vọng ngành dầu khí đã qua giai đoạn đáy, các dự án đầu tư lớn tạo công việc cho các doanh nghiệp trong ngành, qua đó PVI gián tiếp hưởng lợi. - Đa dạng hóa kênh phân phối: Bù đắp lại phần sụt giảm của doanh thu từ PVN, PVI đã nỗ lực mở rộng các kênh phân phối và đa dạng hóa sản phẩm, bao gồm việc mở rộng hệ thống Baccasurane, đẩy mạnh hệ thống bán lẻ đạt mức tăng trưởng 20% trong 2016. Định hướng đa dạng hóa kênh phân phối làm tăng tính bền vững và ổn định của triển vọng kinh doanh dài hạn của PVI
Kết quả kinh doanh cốt lõi cải thiện	- Hoạt động kinh doanh bảo hiểm gốc kỳ vọng cải thiện do PVI đã tăng cường trích lập dự phòng bồi thường trong năm 2016, khiến dự phòng bồi thường tăng mạnh 900 tỷ, so với mức giảm 500 tỷ của năm 2015. Quỹ dự phòng bồi thường cao sẽ giúp giảm bớt áp lực trích lập các năm tới. - Hoạt động đầu tư kỳ vọng cải thiện tốt do (1) mặt bằng lãi suất tăng tốt – Ước tính lãi suất tăng 1%, LNTT của PVI sẽ tăng lên khoảng 20%. (2) Hiện thực hóa các khoản đầu tư trong các năm qua mang về dòng tiền lớn. Ước tính tổng giá trị đầu tư sẽ tăng mạnh 9% trong năm 2017, sau khi nhận về dòng tiền từ việc chuyển nhượng PVI Sunlife vào cuối 2016. (3) Đã hoàn thành trích lập dự phòng các khoản đầu tư dài hạn không hiệu quả
Chất lượng tài sản đã được nâng cao	- PVI đã hiện thực hóa nhiều khoản đầu tư hiệu quả, bao gồm phần góp vốn 51% vào PVI Sun Life, mang về lợi nhuận hơn 700 tỷ sau 2 năm đầu tư. Công ty cũng có chủ trương nhượng bán tòa nhà PVI Tower, là tòa nhà có giá trị sổ sách hơn 1,000 tỷ đồng tại 31/12/2016. Việc thoái vốn giúp BVPS tiến gần hơn với giá trị thị trường thực tế. - Trong năm 2016, PVI cũng tăng cường việc trích lập dự phòng đầu tư ở các khoản đầu tư góp vốn dài hạn, làm tăng mạnh chi phí dự phòng từ mức 26.3 tỷ trong 2014 lên 166 tỷ năm 2015 và 250 tỷ trong 2016. Hoàn tất trích lập dự phòng giúp gia tăng chất lượng tài sản các khoản đầu tư dài hạn của PVI.
Định giá thấp	Cổ phiếu đang được giao dịch ở mức P/B thấp nhất thị trường ở mức 1.0x, so với mức P/B trung bình ngành là 1.3x. Bên cạnh đó, top 5 các doanh nghiệp bảo hiểm đều thực hiện bán cổ phần cho cổ đông chiến lược với mức giá khoảng 2 lần BVPS
Phân tích rủi ro	Mặc dù đang nỗ lực đa dạng hóa kinh doanh, việc PVI phụ thuộc vào PVN và các doanh nghiệp dầu khí dẫn đến những biến động lớn về nguồn doanh thu như những năm qua khi ngành dầu khí suy thoái.

Điểm nhấn đầu tư

Điểm nhấn 1: Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ xấp xỉ BVH và dẫn đầu thị trường

Theo Hiệp hội bảo hiểm Việt Nam, giai đoạn 2007-2016, thị phần của PVI giao động quanh mức 20%, và trong 2016, PVI đã có mức thị phần 17.95%, chỉ thấp hơn 0.1 điểm phần trăm so với doanh nghiệp đầu ngành là Bảo Việt. Công ty dẫn đầu toàn ngành trong mảng tài sản kỹ thuật với mức thị phần hơn 40%. Các mảng sản phẩm còn lại chưa thực sự nổi bật và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.



Nguồn: Cục Giám sát bảo hiểm

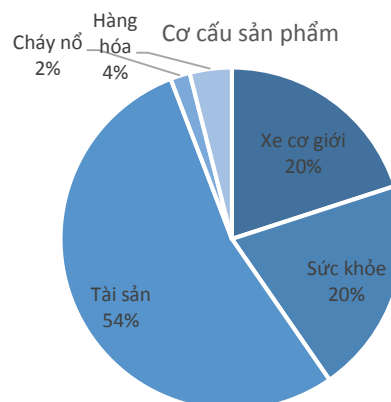
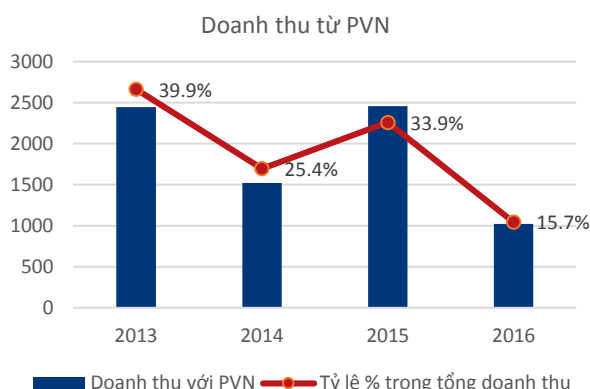
Cổ đông lớn nhất của PVI là HDI Global SE với 35.7% cổ phần. Đầu năm 2016, HDI Global đã thực hiện mua thêm vốn cổ phần của PVI, nâng tỷ lệ từ 31.82% lên 35.74% và trở thành cổ đông lớn nhất của PVI. HDI Global là cổ đông chiến lược, đã tham gia góp vốn vào PVI từ năm 2011. Công ty được sở hữu 100% bởi tập đoàn bảo hiểm Talanx, là tập đoàn bảo hiểm công nghiệp hàng đầu của Đức, hoạt động ở 38 quốc gia trên toàn cầu.

Điểm nhấn 2: Kỳ vọng từ sự phục hồi của khối dầu khí và nỗ lực đa dạng hóa sản phẩm

Điểm khác biệt của PVI với các doanh nghiệp bảo hiểm khác là sự hỗ trợ của tập đoàn Dầu khí PVN. Điều này đã tạo nên vị thế lớn của PVI trong mảng sản phẩm tài sản kỹ thuật, khi doanh nghiệp bảo hiểm gần như toàn bộ các công trình, dự án dầu khí, kéo theo mảng thị phần hơn 44% trong lĩnh vực này.

Tuy nhiên, khi ngành dầu khí bắt đầu vào giai đoạn suy thoái năm 2014-2015, các dự án đầu tư và việc khai thác bị trì hoãn đã dẫn đến sự sụt giảm trong doanh thu của PVI. Trong năm 2016, doanh thu giao dịch với PVN đã giảm mạnh 60%, là lý do chính khiến cho tổng doanh thu của PVI giảm 9%, trong bối cảnh ngành bảo hiểm tăng tốt 14.5%.

Trong năm 2017, ngành dầu khí kỳ vọng thoát đáy. Các dự án lớn đang được đẩy mạnh đầu tư như Cá Rồng Đỏ (2017); Sư tử trắng- GĐ 2 (2018); Sao Vàng Đại Nguyệt (2018-2020) sẽ tạo việc có các đơn vị thành viên của PVN, qua đó gián tiếp hỗ trợ cho tăng trưởng doanh thu cho PVI. Sự hồi phục của ngành dầu khí sẽ rõ ràng hơn trong giai đoạn 2018-2020, và PVI là doanh nghiệp bảo hiểm hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng này.



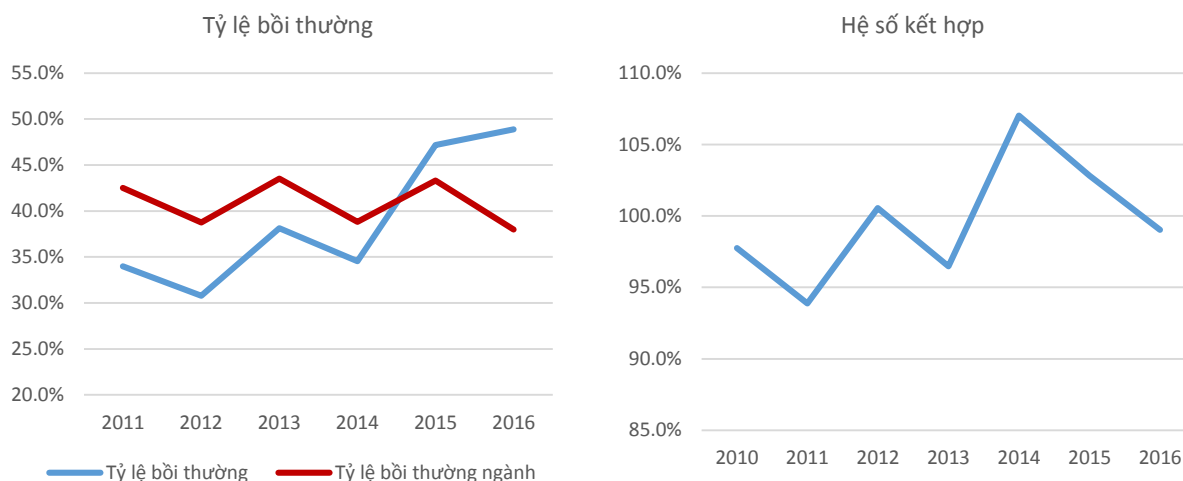
Trước tình hình khó khăn của ngành dầu khí trong năm 2016, **PVI đã nỗ lực phát triển các kênh phân phối khác để duy trì sự tăng trưởng và tính ổn định trong dài hạn của doanh nghiệp.** Nếu loại trừ doanh thu từ PVN, các kênh phân phối khác của PVI đạt mức tăng trưởng CAGR 2013-2016 = 14.4%, tương đương với mức tăng trưởng toàn ngành bảo hiểm phi nhân thọ. Đến đầu năm 2016, một số kết quả đạt được của PVI trong việc mở rộng kênh phân phối và sản phẩm như sau:

- Mở rộng hệ thống Bancassurance, thỏa thuận với hơn 10 ngân hàng và tổ chức tín dụng lớn trong 2016
- Hệ thống bán lẻ cũng được đẩy mạnh và ghi nhận mức tăng trưởng 20% trong năm 2016, đóng góp khoảng 12% cơ cấu doanh thu 2016.

Chúng tôi đánh giá cao nỗ lực mở rộng các sản phẩm bán lẻ cũng như mở rộng các kênh phân phối mới của PVI. Xu hướng này đã xuyên suốt trong các doanh nghiệp bảo hiểm đầu ngành trong các năm qua, được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng kinh tế của Việt Nam, thu nhập đầu người cải thiện và nhận thức tốt hơn của người dân về các sản phẩm bảo hiểm. Hiện tại, tỷ trọng mảng bảo hiểm xe cơ giới và sức khỏe của PVI chỉ đạt xấp xỉ 30%, khá thấp so với mức đóng góp hơn 60% của toàn ngành. Theo đó, tiềm năng tăng trưởng của PVI trong các mảng sản phẩm bán lẻ là khá dồi dào so với các doanh nghiệp đầu ngành khác. Chúng tôi kỳ vọng PVI có thể mở rộng các mảng sản phẩm này với tốc độ tăng trưởng ngang bằng với mức chung toàn ngành trong một vài năm tới.

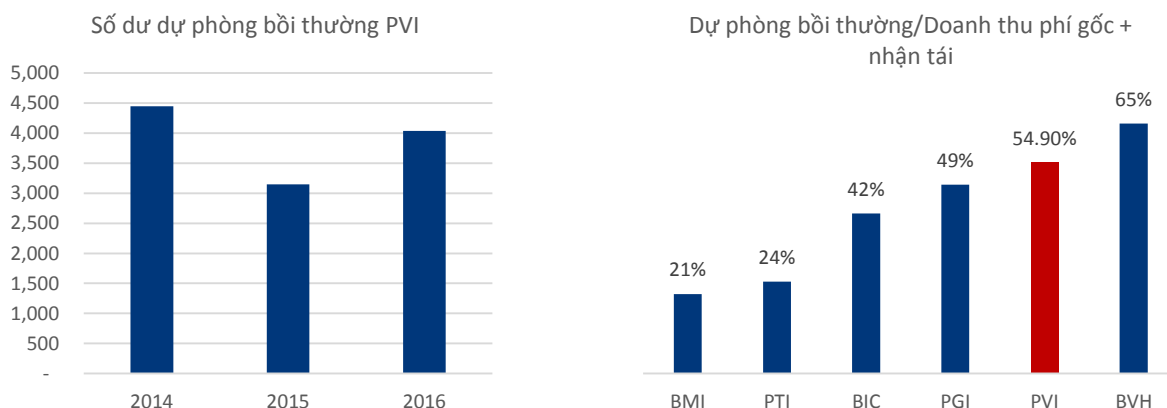
Điểm nhấn 3: Tỷ lệ bồi thường và trích lập dự phòng kỳ vọng giảm trong các năm tới

Bảo hiểm tài sản là mảng sản phẩm có tỷ lệ bồi thường thấp, nhưng nhiều biến động. Giai đoạn 2011-2014, tỷ lệ bồi thường của PVI luôn thấp hơn so với mức bồi thường chung của thị trường. Tuy nhiên, trong năm 2015 và 2016 tỷ lệ bồi thường cho mảng tài sản thiệt hại tăng mạnh do giải quyết hậu quả việc gây rối ở Đồng Nai, Bình Dương và Hà Tĩnh, đã ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của PVI. Do các thiệt hại lớn thường có độ trễ 1-2 năm, các thiệt hại năm 2014 đến nay đã được giải quyết xong và tỷ lệ bồi thường được kỳ vọng sẽ quay về mức thấp ở giai đoạn trước.



Riêng trong 2016, PVI tăng cường trích lập dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm. Dự phòng bồi thường tăng mạnh 28% từ mức 3,148 tỷ lên 4,034 tỷ đồng. Gần 900 tỷ dự phòng được trích lập đã ảnh hưởng đến lợi nhuận gộp từ hoạt động bảo hiểm trong 2016, mặc dù doanh nghiệp vẫn ghi nhận lãi nghiệp vụ. Tại 31/12/2016, số dư dự phòng bồi thường của PVI chỉ thấp hơn 9% so với mức trích lập năm 2014 (là năm có sự kiện gây rối lớn), và tỷ trọng số dư dự phòng bồi thường/doanh thu tăng mạnh từ 38% lên 55%, cao thứ 2 toàn ngành sau BVH.

Việc tăng cường trích lập năm 2016 sẽ giúp giảm áp lực chi phí bồi thường các năm tiếp theo về mức trung bình ngành và giúp duy trì lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm ở mức tốt.



Điểm nhấn 4: Hoạt động đầu tư hưởng lợi từ lãi suất, dòng tiền, và áp lực trích lập dự phòng giảm

Hoạt động đầu tư của PVI khá thận trọng, với tiền mặt chiếm tới 86% cơ cấu đầu tư, cao hơn đáng kể so với mức trung bình 70% của ngành bảo hiểm phi nhân thọ nói chung. Tỷ trọng tiền gửi giai đoạn 2013-2014 chỉ ở mức 75 -77% tổng danh mục, nhưng đã tăng lên mức 86% do dòng tiền lớn nhận về từ các hoạt động chuyển nhượng vốn hầu như chỉ ở trong tiền gửi. Chúng tôi cho rằng thời gian sắp tới PVI có thể giảm mức tỷ trọng này và phân bổ sang các mảng đầu tư khác, như trái phiếu, đầu tư góp vốn và đầu tư vào cổ phiếu.

Triệu đồng	2013	2014	2015	2016
Tổng số tiền đầu tư	9,403,936	9,244,280	7,659,137	7,299,178
Tiền mặt	7,238,538	6,971,259	6,321,459	6,269,605
<i>Tỷ trọng %</i>	<i>77.0%</i>	<i>75.4%</i>	<i>82.5%</i>	<i>85.9%</i>
Cổ phiếu	205,006	153,429	90,347	227,513
<i>Tỷ trọng %</i>	<i>2.2%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.2%</i>	<i>3.1%</i>
Góp vốn	1,436,299	751,157	901,872	455,301
<i>Tỷ trọng %</i>	<i>15.3%</i>	<i>8.1%</i>	<i>11.8%</i>	<i>6.2%</i>
Trái phiếu	10,000	839,694		
<i>Tỷ trọng %</i>	<i>0.1%</i>	<i>9.1%</i>		
Khác	514,093	528,741	345,459	346,759
Dự phòng giảm giá đầu tư	162,840	26,250	166,420	250,449
% tổng số tiền đầu tư	1.7%	0.3%	2.2%	3.4%

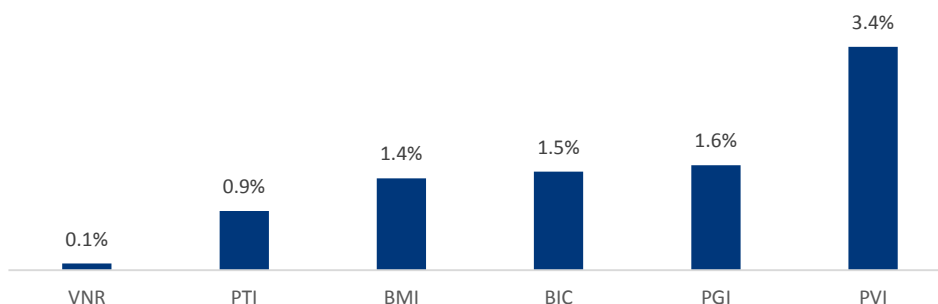
Ghi chú: Không còn được hợp nhất từ khi PVI Sunlife không còn là công ty con

Kỳ vọng lãi suất tăng giúp cải thiện hoạt động đầu tư. Với các áp lực về tỷ giá, chính sách tăng lãi suất của Fed, xu hướng lạm phát tăng lên, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất huy động sẽ tăng rõ rệt hơn trong năm 2017. **Ước tính với 1% tăng lên của lãi suất, thì lợi nhuận hoạt động đầu tư của PVI tăng lên khoảng hơn 60 tỷ đồng**, tương ứng với khoảng 20% mức lợi nhuận cốt lõi trung bình giai đoạn 2013-2016 (loại trừ phần lợi nhuận đột biến từ việc nhượng bán PVI Sun Life).

Tổng số tiền đầu tư sẽ cải thiện. Tổng số tiền đầu tư của PVI giảm dần từ mức 9,400 tỷ năm 2013 về 7,300 tỷ trong năm 2016, chủ yếu do ảnh hưởng kế toán khi thoái vốn khỏi PVI Sunlife đã không còn hợp nhất dòng tiền. Dòng tiền từ việc chuyển nhượng PVI Sun Life năm 2017 cũng chưa được nhận về tại 31/12/2016, do vậy đã khiến tổng số tiền đầu tư giảm trong năm 2016. Với số tiền 639 tỷ nhận thêm về trong 2017, đóng góp thêm 8.7% tăng lên trong tổng số tiền đầu tư của công ty.

Áp lực trích dự phòng giảm. Dự phòng giảm giá đầu tư đã tăng mạnh từ mức 26.3 tỷ đồng năm 2014 lên mức 166 tỷ đồng năm 2015 và 250.5 tỷ đồng năm 2016. Trong đó gần 200 tỷ đồng dự phòng trong năm 2016 là dự phòng giảm giá cho các khoản góp vốn đầu tư dài hạn. Việc tăng cường trích lập dự phòng các năm 2015-2016 đã giúp cải thiện chất lượng tài sản đầu tư, phản ánh giá trị gần hơn với mức giá thị trường và giảm bớt gánh nặng ghi nhận lỗ đầu tư trong các năm tới. So sánh với các doanh nghiệp trong ngành, PVI hiện đang có tỷ lệ trích lập dự phòng cao nhất, với 3.4% tổng số tiền đầu tư.

Tỷ lệ dự phòng đầu tư/tổng số tiền đầu tư



Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý lợi nhuận đầu tư nói riêng và lợi nhuận của PVI nói chung nhiều khả năng giảm trong năm 2017, do 2016 có ghi nhận lợi nhuận đột biến từ việc thoái vốn PVI Sunlife (trừ phi PVI tiếp tục chuyển nhượng tòa nhà PVI tower).

Điểm nhấn 5: Chất lượng tài sản được nâng cao

PVI đã hiện thực hóa nhiều khoản đầu tư, bao gồm phần góp vốn 51% vào PVI Sun Life, mang về lợi nhuận hơn 700 tỷ sau 2 năm đầu tư. Công ty cũng có chủ trương nhượng bán tòa nhà PVI Tower, là tòa nhà có giá trị sổ sách hơn 1,000 tỷ đồng tại 31/12/2016. Các hoạt động thoái vốn của PVI giúp nâng cao giá trị sổ sách của công ty về mức gần với giá trị thị trường thực tế. Cùng với đó, việc thực hiện trích lập dự phòng ở các khoản đầu tư dài hạn như đã trình bày ở phần trên cũng giúp đưa giá trị sổ sách các khoản đầu tư không hiệu quả xuống ngang bằng giá trị thị trường. Như vậy, chất lượng tài sản của PVI đã được nâng cao sau quá trình tái cơ cấu các khoản mục đầu tư.

PVI không công bố chi tiết danh mục đầu tư cổ phiếu và danh mục đầu tư góp vốn của doanh nghiệp, do vậy BSC không đánh giá được chất lượng tài sản còn lại của các danh mục đầu tư của PVI (chiếm khoảng 9% tổng giá trị đầu tư). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý về PVI Tower, tòa nhà văn phòng sở hữu 100% bởi PVI. PVI Tower là văn phòng hạng A nằm tại số 1, Phạm Văn Bạch, Cầu Giấy, Hà Nội. Đây là công trình có 25 tầng nổi và 2 tầng hầm, được chính thức hoạt động vào Quý 1/2014, với tỷ lệ lấp đầy hiện nay vào khoảng hơn 90%. Khu vực tòa nhà có diện tích hơn 4,950 m² và diện tích sàn cho thuê hơn 2,000 m². Giá trị sổ sách của tòa nhà này tại 31/12/2016 đang là 1,148 tỷ đồng.

Trong năm 2016, doanh thu từ việc cho thuê bất động sản của PVI Tower là 132.4 tỷ đồng (+6.4% yoy) và lợi nhuận gộp thu về là 29 tỷ đồng, tương ứng với mức lợi nhuận đầu tư là khoảng 2.5% trên phần vốn đầu tư bỏ ra. Theo đó, hoạt động cho thuê văn phòng tại PVI Tower đang không hiệu quả. Tháng 8/2016, PVI đã phê duyệt chủ trương chuyển nhượng tòa nhà PVI Tower. Nếu được thực hiện, thương vụ chuyển nhượng được kỳ vọng tạo đột biến cho PVI trong thời gian tới.

Dự báo KQKD và định giá – Khuyến nghị MUA – 36,500 VND/cp – Upside 28%

Dự báo KQKD

BSC kỳ vọng PVI sẽ ghi nhận 7,283 tỷ đồng doanh thu phí gốc (+11%), trong đó:

- Doanh thu từ PVN phục hồi với mức tăng 10% trong 2017
- Doanh thu từ các mảng bán lẻ duy trì tương đương với thị trường ở mức 15%
- Các mảng kinh doanh khác tăng trưởng bền vững 5%

Lợi nhuận trước thuế 2017 kỳ vọng đạt mức 526.2 tỷ đồng, trong đó

- Hoạt động bảo hiểm gốc đạt lợi nhuận 73.5 tỷ đồng (+64% yoy), tương đương với hệ số kết hợp 98.5%, nhờ áp lực trích lập dự phòng giảm và tăng trưởng doanh thu cải thiện
- Hoạt động đầu tư đạt 463.7 tỷ đồng lợi nhuận (-29% yoy), do 2016 có đóng góp bởi lợi nhuận đột biến. Loại trừ ảnh hưởng đó, doanh thu đầu tư ước tăng 16.5%, nhờ mặt bằng lãi suất giả định tăng 0.5% và tổng số tiền đầu tư tăng 9% nhờ nguồn tiền thoái vốn.
- Chúng tôi không bao gồm các ảnh hưởng có thể có nếu thương vụ thoái vốn khỏi PVI Tower được hoàn thành trong 2017

Theo đó, cổ phiếu PVI dự kiến đạt 397.5 tỷ đồng LNST, tương ứng với EPS 2017 ước đạt 1,697 VND/cp. Giá trị sổ sách tại 31/12/2017 ước đạt 30,400 VND. Tại 4/4/2017, cổ phiếu PVI đang được giao dịch ở mức giá 28,500 VND/cp, tương ứng với mức P/B = 1.0x, thấp hơn đáng kể so với mức giao dịch P/B trung vị của ngành bảo hiểm trên thị trường hiện nay là 1.3x.

Cập nhật KQKD Q1/2017

Kết quả kinh doanh hợp nhất. Tổng doanh thu đạt 2.191 tỷ đồng, hoàn thành 110% kế hoạch quý I, bằng 25% kế hoạch năm; Lợi nhuận trước thuế đạt 135 tỷ đồng, hoàn thành 112% kế hoạch quý I, bằng 23% kế hoạch năm.

Định giá

Với động thái trình ĐHĐCĐ chủ trương nới room sở hữu nước ngoài lên 100%, chúng tôi kỳ vọng PVI sẽ tiếp tục gia tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài trong cơ cấu cổ đông, và có thể bán thêm cổ phần cho cổ đông chiến lược nước ngoài. BSC lưu ý những thương vụ bán cổ phần cho cổ đông chiến lược trong ngành bảo hiểm diễn ra những năm gần (2015-2016) đây đều có kết quả khả quan với giá trị bán ra gần 2.2 đến 2.7 lần giá trị sổ sách trước thời điểm bán. Đại diện tập đoàn Talanx gần đây cho biết tập đoàn sẽ cân nhắc việc tăng tỷ lệ sở hữu nếu PVN có ý định thoái vốn, hoặc PVI có ý định tăng vốn trong thời gian sắp tới.

Thống kê các thương vụ bán cổ phần cho cổ đông chiến lược của ngành bảo hiểm

	Cổ đông chiến lược	Giá bán	Số lượng cổ phần	BVPS tại thời điểm bán	Tỷ lệ nắm giữ sau khi bán	Thời gian thực hiện	P/B CĐCL
BMI	AXA SA	95,000	12.57	12,480	16.6%	T9/2007	7.61
PVI	HDI Global	26,350	Bán thêm 21.3 tr cp	26,355	31.2%	T7/2012	1.00
BIC	Fairfax Asia Limited	26,323	41 triệu cp	11,880	35%	T11/2015	2.22
PTI	Dongbu Insurance Co.	35,900	30 triệu cp	13,370	37%	T4/2015	2.69
PGI (*)	Samsung Insurance	30,000	17.7 triệu cp	11,270	20%	2017	2.66

(*) Số liệu của PGI là số dự đoán

Sử dụng phương pháp P/B – là phương pháp thường được sử dụng để định giá các doanh nghiệp bảo hiểm, BSC khuyến nghị MUA cổ phiếu PVI với mức giá hợp lý là **36,500 VND/cp** (upside 23%), với mức P/B áp dụng cho PVI là 1.2x, thấp hơn 8% so với mức chấp nhận chung của ngành bảo hiểm trên thị trường (khoảng 1.3) và vẫn thấp hơn đáng kể so với mức chấp nhận của các thương vụ CĐCL NN mua CP của công ty bảo hiểm phi nhân thọ trong thời gian gần đây (2.2 đến 2.7 lần).

	P/E	P/B
PGI	15.9	2.1
PTI	17.7	1.2
BMI	13.2	1.3
BVH	30.7	3.1
PVI	11.1	1.0
BIC	36.2	2.2
VNR	13.9	1.2
Trung bình	15.9	1.3

Phụ lục 1: Tổng quan tài chính PVI

	FY13	FY14	FY15	FY16
DTT (tỷ đ)	2,764	3,197	4,448	4,667
% tăng trưởng yoy	14.10%	15.67%	39.15%	4.92%
Tổng tài sản (tỷ đ)	12,400	18,330	15,495	16,643
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	6,175	6,191	6,734	6,821
Vốn điều lệ (tỷ đ)	2,342	2,342	2,342	2,342
LN gộp bảo hiểm	98	(224)	(125)	45
Hệ số kết hợp	96.47%	107.02%	102.81%	99.04%
LN sau thuế (tỷ đ)	330	279	601	540
% yoy	-15%	-16%	115%	-10%
EPS (VND/cp)	1,411	1,190	2,564	2,304
BVPS (VND/cp)	26,360	26,431	28,748	29,121
ROE	5.4%	4.5%	8.9%	7.9%
ROA	2.7%	1.5%	3.9%	3.2%
ROS	12.0%	8.7%	13.5%	11.6%

Phụ lục 2: So sánh với các doanh nghiệp bảo hiểm

2016 (Tỷ đồng)	BVH (*)	PVI	VNR	BMI	PTI	PGI	BIC
Doanh thu phí gốc	6,562	6,528	1,655	3,091	3,122	2,483	1,668
% yoy	11.89%	-9.9%	2.4%	9.5%	26.9%	11.3%	7.6%
% Bồi thường (1)	48.52%	53.3%	47.6%	40.4%	52.9%	50.2%	41.4%
Tăng/giảm so với cùng kỳ	Giảm 2.8%	Tăng 0.7%	Giảm 6.8%	Giảm 0.1%	Tăng 7.4%	Tăng 1.6%	Tăng 9.2%
Hệ số kết hợp (2)	99.35%	99.0%	94.1%	98.2%	99.7%	98.8%	100.5%
Tăng/giảm so với 2015	Tăng 0.5%	Giảm 2.2%	Giảm 2.6%	Giảm 0.2%	Giảm 0.3%	Giảm 0.4%	Tăng 1.8%
Hoạt động đầu tư							
Số tiền đầu tư	6,012	7,299	3,365	2,595	3,246	2,242	2,970
% yoy	0.00%	-5%	3.8%	-1.5%	14.8%	19.4%	5.3%
Tỷ suất đầu tư	5.5%	8.8%	5.8%	6.7%	3.7%	5.0%	5.9%
LNTT 2016	370.37	714	287	225	139	130	166
% yoy	0.32%	0.8%	-1.2%	46.0%	-31.7%	13.3%	5.6%

(*) Số liệu mảng BH Phi nhân thọ

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về Vĩ mô, ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và 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, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

