

Khuyến nghị: MUA

Đỗ Việt Hưng (PTCB)

hungdv@bsc.com.vn

| | |
|--------------|--------|
| Giá mục tiêu | 41,715 |
| Giá đóng cửa | 36,000 |
| Upside | 15.9% |

Đỗ Việt Hưng (PTKT)

hungdv@bsc.com.vn

| | |
|--------------|--------|
| Giá mục tiêu | 38,000 |
| Giá cut loss | 33,000 |

Dữ liệu thị trường

| | |
|------------------------|--------|
| Số lượng cp (tr cp) | 73.83 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 2,565 |
| Giá cao nhất 52 tuần | 34,800 |
| KLGDĐT10 phiên (ng cp) | 62.99 |
| Sở hữu nước ngoài | 24.82% |

Cổ đông lớn

| | |
|------------------------------|-----|
| HDI-Gerling Industrie Versic | 36% |
| Tập đoàn Dầu khí Việt Nam | 35% |
| FUNDERBURK LIGHTHOU | 12% |
| Red River Holding | 5% |

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

Tổng công ty Cổ phần Bảo hiểm Dầu khí Việt Nam (PVI) phát triển từ một công ty bảo hiểm nội bộ thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam - PVN trở thành nhà bảo hiểm công nghiệp dẫn đầu trong các lĩnh vực trọng yếu của thị trường bảo hiểm như Năng lượng (chiếm thị

Các báo cáo khác

[\(link\)](#)

Bước ngoặt thoái vốn

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PVI với **giá mục tiêu 41,715 đồng theo phương pháp P/B**. Hiện tại PVI đang giao dịch với mức P/B là 1.18, tương đối thấp so với mức 1.32 trung bình ngành hiện tại .

Dự báo kết quả kinh doanh

Chúng tôi dự báo doanh thu bảo hiểm của PVI trong năm 2019 sẽ đạt khoảng 8,480 tỷ đồng (+3% yoy), lợi nhuận trước thuế dự kiến ở mức tương đương năm 2017 vào khoảng 735 tỷ đồng..

Catalyst

• **PVN sẽ thoái vốn tại PVI trong năm 2019**. Cổ đông lớn của PVI là HDIGerling thuộc tập đoàn bảo hiểm Talanx của Đức thể hiện quyết tâm muốn mua lại phần sở hữu của PVN. Chúng tôi kì vọng với vị thế của PVI trong ngành kết hợp với kinh nghiệm phát triển của cổ đông lớn sẽ giúp PVI phát triển mạnh mẽ sau khi thoái vốn.

• **Lợi nhuận tài chính được hưởng lợi nhờ lãi suất huy động tăng**. Với khoảng 90% giá trị các khoản đầu tư tài chính là tiền gửi có kì hạn (khoảng trên 7 nghìn tỷ đồng), PVI sẽ được hưởng lợi lớn từ xu hướng lãi suất huy động có xu hướng tăng.

Rủi ro đầu tư

- Cạnh tranh trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ ở mức cao.
- Sự phụ thuộc vào công ty mẹ PVN vẫn còn lớn.

Cập nhật kết quả kinh doanh 2018

1) Doanh thu phí gốc tăng trưởng tương đối thấp do cạnh tranh, chỉ ở mức 2.7% trong năm 2018, tuy nhiên PVI vẫn duy trì được thị phần thứ 2 thị trường bảo hiểm phi nhân thọ.

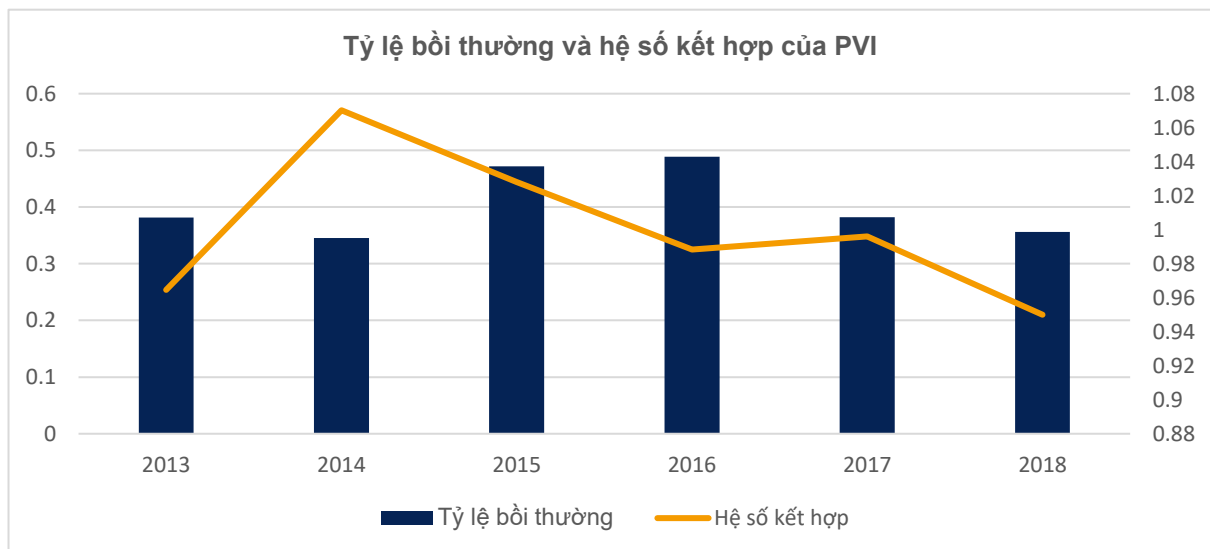
2) Hiệu quả mảng bảo hiểm được cải thiện. Combined ratio của PVI năm 2018 tiếp tục được cải thiện, giảm còn mức 95% so với mức 98% của năm 2017.

3) Lợi nhuận tăng trưởng 11% trong năm 2018 từ việc tiết kiệm chi phí và lợi nhuận đột biến từ hoạt động phi bảo hiểm.

Cập nhật doanh nghiệp

(1) Doanh thu phí bảo hiểm gốc tăng trưởng thấp, doanh thu phí thuần vẫn được duy trì ổn định. Doanh thu phí gốc 2018 đạt 6,687 tỷ đồng tăng trưởng 2%, thị phần của PVI năm 2018 chỉ còn 16.62%. Nguyên nhân khiến doanh thu phí gốc của PVI trong những năm vừa qua liên tục tăng trưởng chậm là do: (1) mảng bảo hiểm tài sản và kỹ thuật bị ảnh hưởng bởi kết quả kinh doanh của PVN gặp khó khăn do giá dầu thấp; (2) cạnh tranh trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ lớn: với hơn 30 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ cạnh tranh trong ngành là rất lớn; ngoài ra theo chia sẻ của doanh nghiệp, các doanh nghiệp bảo hiểm khác tiến hành cạnh tranh bằng cách giảm phí, mở rộng điều khoản điều kiện. Tuy nhiên nhờ chính sách tái bảo hiểm, quản trị rủi ro hợp lý do đó PVI vẫn duy trì được doanh thu bảo hiểm thuần ở mức ổn định khoảng 4,600 tỷ.

(2) Hiệu quả mảng bảo hiểm liên tục được cải thiện. Tỷ lệ chi trả của PVI tăng mạnh trong giai đoạn 2015-2017 do ảnh hưởng của các vụ gây rối ở Đồng Nai, Bình Dương, Hà Tĩnh. Tuy vậy, combined ratio của PVI năm 2016 và 2017 đều đạt dưới 100%, có lãi mảng bảo hiểm nhờ quản lý tốt chi phí. Sang đến năm 2018, dù áp lực cạnh tranh về phí ở thị trường bảo hiểm phi nhân thọ tăng cao, tuy nhiên nhờ áp lực chi trả giảm và quản lý chi phí tốt giúp cho combined ratio của PVI tiếp tục cải thiện chỉ còn ở mức 95%



(3) Hoạt động đầu tư tài chính. Với cơ cấu tài sản đầu tư tài chính chủ yếu là tiền gửi có kỳ hạn (chiếm hơn 90% tại thời điểm cuối năm 1/2018), do đó lợi nhuận tài chính của PVI phụ thuộc nhiều vào lãi suất huy động. Chúng tôi dự báo, lãi suất huy động sẽ có xu hướng cải thiện trong thời gian tới góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư của PVI trong tương lai. Ngoài ra, dự án Embassy Garden sẽ tiếp tục được ghi nhận vào năm 2019.

(4) PVN thoái vốn. Hiện tại, Cổ đông lớn HDI Global SE hiện tại đang sở hữu 47.2% (trực tiếp và gián tiếp thông qua Funderburk Lighthouse Ltd). Cổ đông đến từ Đức này bày tỏ nguyện vọng tiếp tục tăng sở hữu tại PVI. Nếu HDI tăng sở hữu tại PVI thành công, PVI trở thành công ty con HDI và sẽ được nhận mức rating tương đương của công ty mẹ là A (cao hơn so với mức rating của tất cả các công ty bảo hiểm tại Việt Nam là B++) là điều kiện để PVI mở rộng hoạt động sang khu vực Đông Nam Á.

Bộ tài chính mới đây cũng đề nghị PVN triển khai thực hiện chỉ đạo của Chính phủ, tập trung đẩy nhanh thoái vốn tại các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực nhạy cảm trong đó có bao gồm PVI. Do đó chúng tôi tin rằng việc thoái vốn của PVN tại PVI nhiều khả năng sẽ được triển khai trong năm 2019 sau khoảng thời gian dài bị trì hoãn.

PVI-Công ty cổ phần PVI
Phân tích tài chính
25/03/2019

BSC

| Đơn vị: tỷ đồng | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu phí gốc | 5,987 | 7,248 | 6,527 | 6,688 | 6,872 |
| Phí nhượng tái | (3,270) | (3,563) | (3,339) | (3,517) | (3,664) |
| DT bảo hiểm thuần | 2,987 | 3,999 | 4,004 | 3,835 | 4,302 |
| DTT bảo hiểm | 3,266 | 4,547 | 4,786 | 4,642 | 5,685 |
| Tổng chi bồi thường | (1,216) | (1,887) | (1,982) | (1,830) | (1,536) |
| CP bảo hiểm | (2,746) | (3,992) | (4,124) | (4,049) | (4,918) |
| LNG bảo hiểm | 520 | 555 | 662 | 593 | 767 |
| CP QLDN | (619) | (665) | (497) | (490) | (504) |
| DT tài chính | 700 | 1,181 | 1,084 | 699 | 740 |
| LN tài chính | 517 | 819 | 656 | 590 | 473 |
| LN trước thuế | 361 | 708 | 714 | 683 | 745 |
| LN sau thuế | 246 | 576 | 574 | 540 | 588 |
| LN Cty mẹ | 279 | 601 | 540 | 500 | 551 |
| EPS | 1,237 | 2,548 | 2,207 | 2,067 | 2,231 |
| TS ngắn hạn | 14,007 | 12,514 | 14,126 | 15,003 | 16,631 |
| Tiền và TĐ Tiền | 794 | 759 | 707 | 1,216 | 326 |
| Đầu tư TC ngắn hạn | 6,025 | 5,833 | 6,290 | 6,016 | 8,373 |
| Phải thu ngắn hạn | 6,981 | 5,723 | 6,858 | 7,526 | 7,671 |
| TS ngắn hạn khác | 206 | 197 | 263 | 241 | 257 |
| TS dài hạn | 4,323 | 2,980 | 2,516 | 4,623 | 3,017 |
| Đầu tư TC dài hạn | 2,299 | 1,067 | 302 | 1,051 | 191 |
| TSCĐ | 299 | 277 | 302 | 276 | 265 |
| TSCĐ hữu hình | 216 | 216 | 213 | 194 | 189 |
| TS thuê tài chính | - | - | - | - | - |
| TSCĐ vô hình | 83 | 61 | 89 | 82 | 76 |
| TS dở dang dài hạn | 691 | - | 3 | 1,745 | 1,038 |
| Bất động sản đầu tư | 893 | 1,568 | 1,846 | 1,500 | 1,471 |
| Tổng TS | 18,330 | 15,495 | 16,643 | 19,627 | 19,648 |
| Nợ phải trả | 10,885 | 8,361 | 9,821 | 12,794 | 12,613 |
| Phải trả ngắn hạn | 1,765 | 1,669 | 2,124 | 3,411 | 2,054 |
| Dự phòng ngắn hạn | 8,846 | 6,237 | 7,235 | 8,273 | 8,427 |
| Nợ dài hạn | 558 | 400 | 109 | 363 | 62 |
| Vay nợ dài hạn | 530 | 305 | - | 246 | - |
| Vốn chủ sở hữu | 6,887 | 6,734 | 6,821 | 6,832 | 7,034 |
| Vốn góp | 2,342 | 2,342 | 2,342 | 2,342 | 2,342 |
| LN chưa phân phối | 402 | 761 | 829 | 813 | 633 |
| Tổng nguồn vốn | 18,330 | 15,495 | 16,643 | 19,627 | 19,648 |
| % yoy phí gốc | | 21% | -10% | 2% | 3% |
| Biên ln góp | 17.4% | 13.9% | 16.5% | 15.5% | 17.8% |
| %chi trả | 40.7% | 47.2% | 49.5% | 47.7% | 35.7% |
| combined Ratio | 96.4% | 102.4% | 96.6% | 97.8% | 95.4% |
| Tỷ suất đầu tư | 5.2% | 8.9% | 7.2% | 6.0% | 4.6% |
| Biên ln thuần | 6.0% | 9.8% | 10.9% | 10.2% | 10.8% |

Doanh thu phí gốc trong của PVI tăng trưởng chậm trong năm 2018 chỉ ở mức 3% thấp hơn tương đối so với trung bình ngành. Nguyên nhân là do sức ép cạnh tranh cũng như mảng bảo hiểm tài sản bị ảnh hưởng bởi tình hình kinh doanh khó khăn của các doanh nghiệp dầu khí. Tuy nhiên nhờ chính sách nhượng tái phù hợp PVI vẫn duy trì được mức tăng trưởng DTT bảo hiểm ở mức bình quân 10% từ năm 2013 đến nay

Lợi nhuận tài chính của PVI trong năm 2018 sụt giảm tương đối do chi phí đầu tư cổ phiếu tăng mạnh khi thị trường trong chứng khoán trong năm 2018 ghi nhận mức suy giảm 9.32% sau nhiều năm tăng trưởng

Hầu hết các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn của PVI đều là các khoản tiền gửi ngắn hạn với khoảng trên 7,800 tỷ đồng (chiếm đến 93%) do doanh nghiệp luôn phải duy trì một lượng thanh khoản tương đối lớn để đề phòng rủi ro chi trả. Với việc duy trì lượng tiền gửi ngân hàng lớn, chúng tôi kì vọng lợi nhuận tài chính của PVI trong năm 2019 sẽ có được sự cải thiện khi mặt bằng lãi suất huy động của năm 2019 tiếp tục có xu hướng tăng.

Tương tự như các doanh nghiệp bảo hiểm khác, dự phòng bảo hiểm của PVI luôn duy trì ở mức lớn và tăng trưởng theo doanh thu phí bảo hiểm. Dự phòng phí chưa được hưởng năm 2018 tăng trưởng 9% và dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng khoảng 10% trong năm 2019 theo tốc độ tăng trưởng của mảng bảo hiểm.

Tỷ lệ chi trả của PVI tiếp tục được cải thiện trong năm 2018, combined ratio của PVI cải thiện chỉ còn mức 95.4%. Tỷ lệ chi trả của nhóm bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục được cải thiện khi các doanh nghiệp áp dụng các công cụ quản lý tiết kiệm chi phí quản lý và hạn chế trực lợi bảo hiểm.

Điểm nhấn kỹ thuật

- Xu hướng hiện tại: tăng trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD bám sát và có xu hướng cắt xuống dưới đường tín hiệu, kết hợp với chỉ báo RSI có dấu hiệu phân kỳ, cho thấy khả năng điều chỉnh trong thời gian tới.
- Thanh khoản: có giá trị thanh khoản bình quân 10 phiên đạt khoảng 2 tỷ đồng. Thanh khoản của cổ phiếu giảm mạnh trong phiên giao dịch hôm nay

Nhận định

Nhận định: Sau khoảng thời gian dài tích lũy tại vùng giá 32, cổ phiếu PVI đã có nhịp tăng tương đối mạnh trong khoảng thời gian vừa qua với mức thanh khoản ổn định. Target gần nhất đối với PVI sẽ là vùng đỉnh cũ của năm 2018 tại vùng giá 40.

Khuyến nghị Nắm giữ PVI với ngưỡng kháng cự gần nhất là 40. Trong trường hợp PVI vượt vùng giá 38 và tạo nền tại vùng giá này, nắm giữ với mục tiêu tiếp theo ở mức 43.4.

Đồ thị kỹ thuật



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 tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

