

Tổng CTCP bảo hiểm dầu khí Việt Nam (HNX: PVI) Cập nhật

11/5/2011

Phạm Cẩm Tú, Chuyên viên phân tích

tu.pham@vcsc.com.vn

+84 3 3914 3588, ext 143

Vui lòng xem kỹ quy định ở cuối báo cáo

MUA

Giá mục tiêu TL tăng giá 22.000đ 35%

Ngành Bảo hiểm

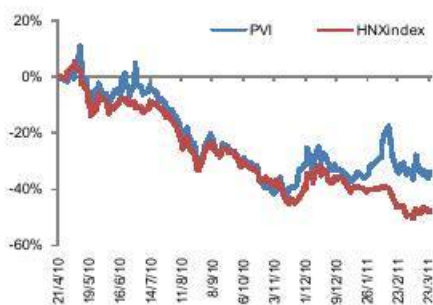
Các chỉ số chính

Giá @ 11/05/2011	16.300
Mức thấp nhất 52 tuần	15.500
Mức cao nhất 52 tuần	29.800
KLGD bình quân 10 ngày	97.560
Số lượng cổ phiếu lưu hành	159.710.364
Giá trị vốn hóa (Tỷ đồng)	2.603
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	124
TL sở hữu nước ngoài	40.380.731

Định giá	2010	2011F*	2012F
LNST (tỷ đồng)	297	322	370
Tăng trưởng LNST	49,6%	8,8 %	14,9%
EPS (VND)	1.857	1.792	2.060
Tăng trưởng EPS	-3,0%	-3,5%	14,9%
BVPS (VND)	22.587	21.739	22.299
P/E **	8,8	9,1	7,9
P/B **	0,7	0,7	0,7
Suất sinh lợi cổ tức	9,2%	9,2%	9,2%

(*): dựa trên vốn điều lệ dự kiến năm 2011 là 1.800 tỷ đồng so với vốn điều lệ 1.600 tỷ đồng vào cuối năm 2010.

Diễn biến giá	3Tháng	6Tháng	12Tháng
Giá trị tuyệt đối %	-6,3	-3,6	-39,5
Giá trị tương đối %	15,6	21,6	13,2



Cơ cấu sở hữu

	%
PVN	52,1
PVFC	10,2
Funderburk Lighthouse Limited	13,3
NDT nước ngoài	10,5
Khác	14,0

Định giá hấp dẫn nhưng phát sinh rủi ro liên quan đến việc tái cấu trúc

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu của PVI từ 26.000 đồng xuống 22.000 đồng để phản ánh rủi ro liên quan việc PVI tái cơ cấu và rủi ro giảm giá trị tài sản đầu tư của PVI. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này căn cứ trên kết quả định giá hấp dẫn theo giá thị trường hiện tại (16.300 đồng/cp) cùng triển vọng tăng trưởng mạnh của ngành bảo hiểm và tỷ suất lợi nhuận đầu tư được cải thiện nhờ lãi suất huy động tăng cao. PVI đang được giao dịch với thị giá/giá trị sổ sách trong năm 2011 là 0,7 lần, thấp hơn nhiều so với mức 1,4 của trung bình ngành trong khu vực.

Duy trì mục tiêu tăng trưởng doanh thu cao trong năm 2011 nhưng tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn do thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) tăng trong năm 2011

PVI đạt mục tiêu đạt 4.375 tỷ đồng doanh thu phí bảo hiểm gốc và tái bảo hiểm trong năm 2011, tăng 12% so với năm 2010. Mục tiêu tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc trong năm 2011 được đề ra ở mức thấp hơn so với mức tăng trưởng tích cực 27% trong năm 2010.

Mục tiêu lợi nhuận trước thuế năm 2011 là 420,5 tỷ đồng, tăng 25% so với năm 2010. Trong đó, lợi nhuận từ hoạt động bảo hiểm dự kiến đạt 63 tỷ đồng so với 37 tỷ đồng trong năm 2010 và mục tiêu lợi nhuận từ hoạt động tài chính là 357 tỷ đồng, tăng 20% với danh mục đầu tư được phân bổ thận trọng hơn (50% là tiền gửi ngân hàng, 10% đầu tư trái phiếu và 15% đầu tư chứng khoán).

Tuy nhiên, chúng tôi dự kiến lợi nhuận ròng của PVI trong năm 2011 là 322 tỷ đồng, tăng 8,5% so với năm 2010 do công ty phải chịu thuế suất TNDN năm 2011 là 25% trong khi năm 2010 là 15%.

Lợi nhuận tích cực trong Q1/2011 nhờ tăng trưởng doanh thu phí cao, tỷ lệ bồi thường thấp và lãi suất tiền gửi tăng

Trong quý 1/2011, PVI đạt 1.299 tỷ đồng doanh thu phí bảo hiểm gốc và tái bảo hiểm trong khi lợi nhuận trước thuế đạt 111 tỷ đồng, tăng 35% về doanh thu và 13% về lợi nhuận trước thuế so với cùng kỳ năm ngoái. Tỷ lệ bồi thường trên doanh thu phí gốc trong Q1/2011 giảm xuống 18,1%, thấp hơn so với mức 23,1% của trung bình ngành.

Trong quý 1/2011, PVI giảm các khoản đầu tư ủy thác và tăng tiền gửi có kỳ hạn từ 1.760 tỷ đồng lên 2.100 tỷ đồng, chiếm 40% trong tổng tài sản đầu tư của PVI. Với tình hình lãi suất huy động cao như hiện nay, PVI có thể hưởng lãi tiền gửi lớn trong năm 2011. PVI tập trung bảo đảm thanh khoản cho các khoản đầu tư. Hiện tại, đầu tư ngắn hạn chiếm 72% tổng tài sản đầu tư của PVI.

PVI dự định trở thành tập đoàn tài chính lớn để nâng cao tỷ suất lợi nhuận thông qua việc tách biệt hoạt động đầu tư và kinh doanh bảo hiểm, mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ và tái bảo hiểm. Tuy nhiên, kế hoạch này phát sinh những lo ngại về tỷ lệ sở hữu của PVI trong các công ty con sụt giảm và khả năng EPS bị pha loãng do tăng vốn mạnh.

PVI đang hướng đến mục tiêu trở thành tập đoàn tài chính chuyên về bảo hiểm nhân thọ, phi nhân thọ, tái bảo hiểm và đầu tư. Theo đó, PVI sẽ thành lập một công ty mẹ (PVI Holdings) sở hữu 100% cổ phần công ty Bảo hiểm PVI (PVI Insurance) và 35% cổ phần công ty Đầu tư và phát triển PVI (PVI Invest), 51% cổ phần công ty Tái bảo hiểm PVI (PVI Re-insurance), 35% cổ phần Quỹ PVI (PVI Fund) và 35% cổ phần công ty Bảo hiểm nhân thọ PVI (PVI Life).

Vốn điều lệ dự kiến sẽ tăng từ 1.600 tỷ đồng lên 1.800 tỷ đồng trong năm 2011, 3.600 tỷ đồng trong năm 2012 thông và tăng lên 5.000-7.000 tỷ đồng đến năm 2015.

Lợi thế và những lo ngại từ kế hoạch tái cấu trúc:

Lợi thế (+)

Nâng cao tỷ suất lợi nhuận đầu tư. Việc tách hoạt động đầu tư ra khỏi hoạt động kinh doanh bảo hiểm giúp PVI nâng cao hiệu quả đầu tư.

Doanh thu tăng nhờ bán chéo sản phẩm. Mở rộng sang phân khúc bảo hiểm nhân thọ và tái bảo hiểm giúp PVI có thể marketing qua lại giữa các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ.

Tăng cường kiểm soát chi phí. Sau khi tái cấu trúc, PVI có thể tăng cường kiểm soát chi phí tốt hơn nhờ tận dụng hệ thống hoạt động hiện tại và sử dụng các đại lý bảo hiểm cho cả phân khúc bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ trong tương lai.

Lo ngại (-)

EPS bị pha loãng do vốn điều lệ tăng mạnh. PVI dự định tăng gấp đôi vốn điều lệ từ 1.600 tỷ đồng lên 3.600 tỷ đồng trong năm 2012. Do đó, EPS có thể phải chịu áp lực pha loãng lớn dù chúng tôi ước tính PVI sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng cao trong tương lai.

Tỷ lệ sở hữu của PVI trong các công ty con/công ty liên kết. Sau khi tái cấu trúc thành tập đoàn, công ty mẹ PVI có thể nâng cao hiệu quả đầu tư nhưng do PVI Holdings không có kế hoạch nắm cổ phần chi phối tại các công ty con (PVI Invest, PVI Fund, PVI Re-insurance và PVI Life) nên lợi ích của tập đoàn có thể được chia sẻ cho các cổ đông khác. Việc công ty mẹ không nắm quyền kiểm soát cũng khiến chúng tôi lo ngại việc đảm bảo lợi ích giữa các cổ đông khó có thể đạt được.

Mạng lưới đại lý có thể chưa đủ cho PVI mở rộng sang phân khúc bảo hiểm nhân thọ. PVI có thể sẽ phải chịu chi phí cao để phát triển hệ thống đại lý cho phân khúc bảo hiểm bán lẻ và bảo hiểm nhân thọ trong những năm tới.

Không có đối tác chiến lược hỗ trợ PVI trong hoạt động kinh doanh bảo hiểm. PVI cần phát triển một đội ngũ chuyên gia cho phân khúc bảo hiểm nhân thọ, do đó, nếu có sự hỗ trợ của đối tác chiến lược sẽ thuận lợi hơn cho hoạt động kinh doanh của PVI.

Kinh doanh bảo hiểm - Tăng trưởng doanh thu nhờ vị trí dẫn đầu trong các phân khúc bảo hiểm chính, tiếp tục mở rộng hoạt động bảo hiểm bán lẻ dù chưa theo kịp bảo hiểm Bảo Việt trong phân khúc này

Lợi nhuận sau thuế của PVI trong năm 2010 tăng trưởng ấn tượng với mức tăng 50% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ doanh thu phí tăng trưởng mạnh, lợi nhuận từ hoạt động bảo hiểm tích cực và lợi nhuận ròng từ hoạt động tài chính được cải thiện do tái cấu trúc danh mục đầu tư. Đến cuối năm 2010, PVI đã thoái vốn các khoản đầu tư vào PSI, PV Gas City, PVIT và PVI Finance.

Trong năm 2010, PVI tăng trưởng cao hơn trung bình ngành với mức tăng trưởng doanh thu đạt 27% nhờ vị thế đứng đầu trong phân khúc bảo hiểm tài sản và thiệt hại (chiếm 40% thị phần), đứng thứ hai về sản phẩm bảo hiểm thân tàu và trách nhiệm dân sự chủ tàu (29% thị phần) và đứng thứ ba trong phân khúc bảo hiểm xe cơ giới (12% thị phần). Công ty đã đạt tốc độ tăng trưởng mạnh ở tất cả các phân khúc bảo hiểm quan trọng, bao gồm bảo hiểm năng lượng (tăng trưởng 42%), bảo hiểm cháy và tài sản (tăng 75%), bảo hiểm xe cơ giới (tăng 18%), bảo hiểm thân tàu và chủ tàu (tăng 11%) và bảo hiểm y tế (tăng 25%).

Bên cạnh đó, mạng lưới đại lý được mở rộng nhanh chóng. Đáng chú ý là chi nhánh mới, PVI Miền Nam, đã đóng góp 1.020 tỷ đồng vào tổng doanh thu năm 2010 của PVI.

PVI đã vươn lên vị trí thứ 3 trong phân khúc bảo hiểm xe cơ giới sau khi vượt qua Bảo hiểm Bảo Minh nhưng vẫn còn cách xa người dẫn đầu là công ty Bảo hiểm Bảo Việt (chiếm 24% thị phần). Với mạng lưới đại lý ít hơn, PVI có thể không có nhiều lợi thế trong việc mở rộng thị phần những phân khúc bán lẻ đang tăng trưởng nhanh như bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm y tế.

Quản lý tài sản - Nâng cao tỷ suất lợi nhuận đầu tư nhờ danh mục đầu tư thận trọng với 40-50% tiền gửi trong tình hình lãi suất huy động cao trong năm 2011.

PVI đặt mục tiêu lợi nhuận ròng từ hoạt động tài chính trong năm 2011 là 358 tỷ đồng, tăng 20% so với năm 2010 nhờ lãi tiền gửi tăng theo lãi suất huy động và việc tăng vốn đáng kể trong năm 2011 cũng mở rộng nguồn vốn đầu tư (nguồn vốn chủ sở hữu của PVI cũng đã tăng 49% trong năm 2010 nhờ vào việc tăng vốn điều lệ và thặng dư vốn cổ phần). Trong quý 1/2011, giá trị tài sản đầu tư của PVI bị ảnh hưởng bởi khoản đầu tư chứng khoán do thị trường diễn biến trầm lắng. PVI phải tăng dự phòng giảm giá các khoản đầu tư từ 68 tỷ đồng lên 108 tỷ đồng tính đến 31/3/2011. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng từ hoạt động tài chính trong quý 1/2011 vẫn tăng trưởng 38% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ lãi suất tiền gửi cao đã bù đắp cho tình hình không thuận lợi của thị trường chứng khoán trong quý 1.

Ngoài các khoản đầu tư chứng khoán, tiền gửi có kỳ hạn và trái phiếu, PVI còn có các khoản ủy thác đầu tư. Trong số các khoản đầu tư ủy thác, PVI có khoản ủy thác đầu tư dài hạn 233 tỷ đồng đã trở thành nợ quá hạn. Khoản đầu tư ủy thác này chiếm 5% tổng tài sản đầu tư của PVI.

PVI đã đầu tư 54,95 triệu USD, tương ứng 1.000 tỷ đồng để xây dựng tòa nhà văn phòng làm trụ sở và cho thuê 26 tầng, diện tích 5.000 m² trên đường Nguyễn Phong Sắc trong khu vực trung tâm Hà Nội.

Danh mục tài sản đầu tư của PVI:

Phân bổ tài sản đầu tư	31-12 -2010	31-3-2011	2011F-2015F
Cổ phiếu	14,4%	13,3%	10%
Tiền gửi có kỳ hạn	34,9%	40,3%	50%
Đầu tư ủy thác	31,0%	26,7%	20%
Trái phiếu	8,6%	8,3%	10%
Tiền và các khoản tương đương tiền	11,1%	11,5%	10%
Tổng	100,0%	100,0%	100%

Nguồn: BCTC PVI, VCSC ước tính

Giá cổ phiếu được hỗ trợ mạnh

PVI đang được giao dịch với giá cao hơn 20% so với mức thấp nhất từ trước đến nay, do đó, chúng tôi tin rằng cổ phiếu PVI có thể được hỗ trợ tốt ở mức giá hiện tại nhờ cổ tức hấp dẫn và kế hoạch mua lại cổ phiếu của ban lãnh đạo công ty.

PVI công bố sẽ trả cổ tức 1.500 đồng/cổ phiếu trong nửa đầu năm 2011, như vậy suất sinh lợi cổ tức là 9,2% theo giá thị trường hiện tại 16.300 đồng.

Ban lãnh đạo PVI thông báo mua lại 4 triệu cổ phiếu PVI từ tháng 4 đến tháng 6 năm 2011 với giá trị số sách trên mỗi cổ phiếu tính đến cuối năm 2010 là 22.600 đồng/ cổ phiếu.

Những rủi ro chính

Rủi ro do mở rộng hoạt động

Mặc dù PVI đang tiếp tục mở rộng hệ thống phân phối nhưng mạng lưới đại lý hiện nay có thể vẫn chưa đủ mạnh để hỗ trợ hoạt động kinh doanh bảo hiểm nhân thọ cho công ty. PVI có thể sẽ phải chịu chi phí cao để phát triển các đại lý bảo hiểm phi nhân thọ và nhân thọ bán lẻ trong những năm tới. Để gia nhập và phát triển phân khúc bảo hiểm nhân thọ, PVI cần chuẩn bị tốt hệ thống hoạt động, đội ngũ chuyên môn và mạng lưới kinh doanh. Hiện tại, PVI vẫn chưa có đối tác chiến lược hỗ trợ kinh nghiệm trong hoạt động kinh doanh bảo hiểm. Đặc biệt là kinh nghiệm trong việc mở rộng sang phân khúc bảo hiểm mới có thể gặp nhiều thách thức.

Tỷ lệ sở hữu của công ty mẹ PVI tại các công ty con

Công ty mẹ sẽ không kiểm soát hoàn toàn các công ty con bao gồm PVI Invest, PVI Re-insurance, PVI Fund và PVI Life, do đó, lợi ích của các cổ đông của PVI Holdings có thể sẽ không được đảm bảo một cách tốt nhất.

Rủi ro sụt giảm giá trị các khoản đầu tư uỷ thác

Một phần trong tổng số uỷ thác đầu tư của PVI có rủi ro giảm giá trị bao gồm khoản uỷ thác đầu tư dài hạn 233 tỷ đồng đã trở thành nợ quá hạn. Các khoản đầu tư uỷ thác này chiếm 5% tổng tài sản đầu tư của PVI.

Bên cạnh những lợi ích trong hoạt động kinh doanh bảo hiểm do PVN là cổ đông lớn nhất, PVI có thể chịu rủi ro đầu tư không hiệu quả khi phải đầu tư vào một số công ty con hoặc công ty liên kết của PVN nhưng với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng không cao. Điển hình như khoản đầu tư vào công ty Du lịch dầu khí Sapa (46 tỷ đồng), 10% cổ phần công ty Kinh doanh dịch vụ cao cấp dầu khí Việt Nam (HNX: PVR) với giá trị thị trường là 25 tỷ đồng và 51 tỷ đồng vào công ty Truyền thông dầu khí Việt Nam. Tổng vốn đầu tư đạt 122 tỷ đồng, chiếm 3% tổng tài sản đầu tư của PVI tính đến 31/3/2011. Tuy giá trị của các khoản đầu tư này không lớn so với tổng tài sản đầu tư của PVI, có một rủi ro là PVI vẫn có thể tiếp tục đầu tư vào các công ty con của PVN mà tỷ suất lợi nhuận đầu tư có thể không cao.

Định giá

Kế hoạch mở rộng hoạt động và tái cấu trúc của PVI sẽ tác động đến kết quả định giá. Chúng tôi vẫn ước tính lợi nhuận sau thuế năm 2011 là 322 tỷ đồng nhưng điều chỉnh chỉ số lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) và giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu (BVPS) do kế hoạch tăng vốn của PVI trong năm 2011. Chúng tôi giả định PVI sẽ tăng vốn điều lệ từ 1.600 tỷ đồng lên 1.800 tỷ đồng trong năm 2011. Với giá cổ phiếu hiện tại là 16.300 đồng, PVI đang được giao dịch ở mức hấp dẫn chỉ bằng 0,7 lần so với giá trị sổ sách của công ty.

Chúng tôi tăng mức chiết khấu cho PVI từ 20% lên 30% để bù đắp những rủi ro đầu tư đã đề cập ở trên. Các công ty cùng ngành trong khu vực đang giao dịch với mức thị giá/giá trị sổ sách trung bình là 1,4 lần. Do đó, chúng tôi sử dụng mức thị giá/giá trị sổ sách mục tiêu là 1,0 lần để điều chỉnh giá mục tiêu xuống còn 22.000 đồng/cổ phiếu, căn cứ theo giá trị sổ sách ước tính năm 2011 (vốn điều lệ mới tăng lên 1.800 tỷ đồng từ 1.600 tỷ đồng).

Mặc dù có thể phát sinh những rủi ro từ kế hoạch tái cấu trúc và rủi ro sụt giảm giá trị tài sản đầu tư, PVI vẫn duy trì hoạt động kinh doanh chính ổn định với triển vọng khả quan của lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ. Chúng tôi vẫn giữ khuyến nghị MUA cổ phiếu này cho mục đích đầu tư dài hạn với giá mục tiêu sau khi điều chỉnh là 22.000 đồng/cổ phiếu, tăng 35% so với giá thị trường hiện tại là 16.300 đồng.

Các công ty bảo hiểm trong khu vực:

Mã CK	Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	2010 PE (x)	2010 PB (x)	2010 ROE (%)	Tỷ lệ kết hợp (%)	Tỷ suất lợi nhuận đầu tư (%)
BKI TB Equity	BANGKOK INSURANCE	Phi nhân thọ	Thái Lan	635	15,4	1,1	7,8	81	3,2
ALLZ MK Equity	ALLIANZ MALAYSIA BHD	Phi nhân thọ	Malaysia	273	6,3	0,8	15,6	62	3,9
TIP TB Equity	DHIPAYA INSURANCE	Phi nhân thọ	Thái Lan	234	12,3	1,7	14,3	55	2,0
AYUD TB Equity	AYUDHYA INSURANCE	Phi nhân thọ	Thái Lan	161	15,0	0,9	5,8	72	3,7
MTI TB Equity	MUANG THAI INSURANCE	Phi nhân thọ	Thái Lan	150	11,4	1,1	9,9	64	2,8
SCSMG TB Equity	SIAM COMMERCIAL SAMAGGI INS.	Phi nhân thọ	Thái Lan	134	14,5	2,3	16,2	73	3,4
SMK TB Equity	SYN MUN KONG INSURANCE	Phi nhân thọ	Thái Lan	127	7,9	1,8	26,6	77	2,2
LPI MK Equity	LPI CAPITAL BERHAD	Phi nhân thọ	Malaysia	997	21,2	2,7	13,4	45	5,2
ALLZ MK Equity	ASIA FINANCIAL HOLDINGS	Phi nhân thọ	Malaysia	273	6,3	0,8	15,6	62	3,9
PNIN IJ Equity	JERNEH ASIA BERHAD	Phi nhân thọ	Indonesia	264	3,9	0,6	16,4	35	5,4
Trung bình				325	11,4	1,4	14,2	62	3,6
PVI VN Equity	PETROVIETNAM INSURANCE JSC		Việt Nam	122	8,8	0,7	8,2	84,2	5,9
Chiết khấu		30%			8,0	1,0			

Các công ty trong nước:

Mã CK	Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Vốn hóa (triệu USD)	2010 PE (x)	2010 PB (x)	2010 ROE (%)	Tỷ lệ kết hợp (%)	Tỷ suất lợi nhuận đầu tư (%)	
HNX: PTI	Bảo hiểm Bưu Điện	Phi nhân thọ	26	7,1	0,8	11,5	84,7	7,6	
HSX: BVH	Tập đoàn Bảo Việt	Nhân thọ, Phi nhân thọ	2,625	57,8	5,2	8,9	84,4**	6,6**	
HSX: BMI	Bảo hiểm Bảo Minh	Nhân thọ, Phi nhân thọ	46	6,9	0,4	6,2	81,1	5,4	
HNX: VNR	TCT CP Tái bảo hiểm Quốc gia Việt Nam	Tái bảo hiểm	63	5,6	0,6	10,9	32,9	8,8	
HSX: PVI	TCT CP Bảo hiểm Dầu Khí Việt Nam	Phi nhân thọ	122	8,8	0,7	8,2	84,2	5,9	
Trung bình				577	17,3	1,5	9,2	70,7	6,9

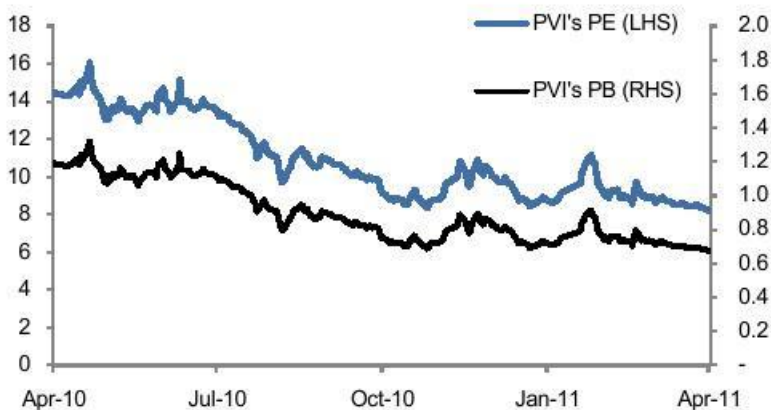
Nguồn: Bloomberg (25/4/2011), VCSC, BCTC2010 đã kiểm toán

Tỷ lệ kết hợp: Tổng chi phí bồi thường và chi phí hoạt động trên doanh thu thuần hoạt động bảo hiểm.

Tỷ suất lợi nhuận đầu tư: lợi nhuận ròng từ hoạt động tái chính trên tổng tài sản tài đầu tư gồm tiền mặt, tài sản đầu tư ngắn hạn và dài hạn

(**): theo hoạt động bảo hiểm phi nhân thọ của công ty Bảo hiểm Bảo Việt

Lịch sử giao dịch – PVI đang được giao dịch với PE 2010 là 8,8x và PB 2010 là 0,7x.



Nguồn: VCSC

Tóm tắt và dự báo tình hình tài chính

KẾT QUẢ KINH DOANH (Triệu đồng)	2010E	2011E	2012E	CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2010E	2011E	2012E
Phí bảo hiểm gốc	3.512.186	4.147.426	4.964.266	Chỉ số tăng trưởng			
Phí nhận tái bảo hiểm	316.391	395.489	482.496	Tăng trưởng phí bảo hiểm	29,0%	18,7%	19,9%
Doanh thu thuần hoạt động bảo hiểm	1.658.269	2.075.769	2.502.098	Tăng trưởng doanh thu thuần	31,4%	25,2%	20,5%
Chi bồi thường bảo hiểm gốc	(607.034)	(681.104)	(783.119)	Chỉ số sinh lời			
Tăng (giảm) dự phòng bồi thường	(224.106)	(395.787)	(481.006)	Tỷ lệ phí BH giữ lại	49,4%	49,5%	50,0%
Lợi nhuận gộp hoạt động KDBH	827.129	998.878	1.237.973	CP bồi thường/DT thuần (a)	36,6%	32,8%	31,3%
Chi phí hoạt động	(789.682)	(936.172)	(1.118.438)	CP hoạt động/DT thuần (b)	47,6%	45,1%	44,7%
LN trước thuế từ hoạt động KDBH	37.447	62.706	119.535	Tỷ lệ kết hợp (a+b)	84,2%	77,9%	76,0%
Lợi nhuận hoạt động tài chính	297.895	367.471	374.945	Tỷ suất LN đầu tư	5,9%	7,4%	7,0%
Lợi nhuận khác	683	-	-	Tỷ suất LNST	6,7%	6,5%	6,3%
Lợi nhuận trước thuế TNDN	336.025	430.177	494.481	ROA	4,6%	5,0%	5,2%
Thuế TNDN phải nộp	(39.386)	(107.544)	(123.620)	ROE	8,2%	8,2%	9,2%
Thuế TNDN phải nộp	296.639	322.633	370.860	Chỉ số khác			
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Triệu đồng)	2010E	2011E	2012E	Tài sản đầu tư/tổng tài sản	0,8	0,8	0,8
TÀI SẢN LƯU ĐỘNG	4.650.480	4.730.336	5.407.603	Tổng dự phòng phí/ DT thuần	0,6	0,6	0,6
Tiền và các khoản tương đương tiền	561.485	127.891	334.790	ĐỊNH GIÁ	2010E	2011E	2012E
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.172.614	3.462.892	3.692.978	Thu nhập/ cổ phiếu (VND)	1.857	1.792	2.060
Các khoản phải thu	916.381	1.139.554	1.379.834	Giá trị sổ sách/ cổ phiếu (VND)	22.587	21.739	22.299
TÀI SẢN DÀI HẠN	1.802.620	1.693.824	1.752.683	Cổ tức/ cổ phiếu (VND)	1.500	1.500	1.500
Tài sản cố định	319.852	98.052	86.536	Thị giá (VND)	16.300	16.300	16.300
Đầu tư tài chính dài hạn	1.309.775	1.346.680	1.365.896	P/E	8,8	9,1	7,8
Tài sản dài hạn khác	172.993	249.092	300.252	P/B	0,7	0,7	0,7
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	6.453.100	6.424.160	7.160.286	Tỷ lệ cổ tức/ thị giá	9,2%	9,2%	9,2%
NỢ PHẢI TRẢ	2.845.713	2.511.201	3.146.467	Giá mục tiêu (VND)	22.000	22.000	22.000
Nợ ngắn hạn	1.656.186	947.389	1.114.070	P/E	11,8	12,3	10,7
Nợ dài hạn	2.291	-	-	P/B	1,0	1,0	1,0
Dự phòng phí	1.187.236	1.563.812	2.032.397	Tỷ lệ cổ tức/ thị giá	6,8%	6,8%	6,8%
VỐN CHỦ SỞ HỮU	3.607.387	3.912.959	4.013.819				
Vốn điều lệ	1.597.104	1.800.000	1.800.000				
Lợi nhuận giữ lại và các quỹ	2.010.283	2.112.959	2.213.819				
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	6.453.100	6.424.160	7.160.286				

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 HOẢN	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 tích 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/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.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (VND)	Giá mục tiêu (VND)
28/9/2010	MUA	20.500	26.000
20/1/2011	MUA	17.500	26.000
11/5/2011	MUA	16.300	22.000

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

Phòng Nghiên Cứu

Giám đốc Nghiên Cứu

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

Trưởng phòng, Hoàng Thị Hoa, ext 146
CV cao cấp, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139
CV cao cấp, Trương Vĩnh An, ext 143
CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140
CV cao cấp, Phạm Cẩm Tú, ext 143

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nước ngoài

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

Phòng môi giới khách hàng trong nước/

Tp. Hồ Chí Minh

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

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, 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

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

CV cao cấp, Vũ Thanh Tú, ext 105
CV cao cấp, Ngô Phụng Hiệp, ext 130
Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142
Chuyên viên, Nguyễn Thị Ngọc Lan, ext 147
Chuyên viên, Trần Tuấn Anh, ext 145

Trong nước

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