

Thăm DN – BIC VNR VCB MBB

Phạm Thùy Dương Chuyên viên
duong.phamthuy@vcsc.com.vn

Ngày 18-19/03/2013, chúng tôi đã có chuyến thăm Tổng CTCP Bảo hiểm Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BIC), Tổng CTCP Tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam (VNR), Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB) và Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam - Vietcombank (VCB). Các công ty bảo hiểm chia sẻ cùng một mối lo ngại là không thể đa dạng hóa danh mục đầu tư vì các công cụ đầu tư tại Việt Nam còn hạn chế. Hiện tại, khoảng 60%-70% danh mục đầu tư là tiền gửi ngân hàng với lãi suất 8%-10%. Vietcombank hiện đang thực hiện chiến dịch marketing & tái định vị thương hiệu và có thể tiếp tục xóa nợ lớn trong năm 2013, có thể gây áp lực lên lợi nhuận. MBB vẫn đang trong quá trình tìm kiếm đối tác chiến lược và dự kiến mở thêm 50 chi nhánh & phòng giao dịch mới trong năm nay.

BIC: Tổng CTCP Bảo hiểm Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam – Không đánh giá

- Kế hoạch năm 2013: (i) tăng trưởng thu phí bảo hiểm 13% nhờ nỗ lực giảm tỷ lệ bồi thường bảo hiểm; (ii) lợi nhuận trước thuế tăng 10% nhờ tái cơ cấu tiền gửi có kỳ hạn, cổ tức từ đầu tư vào Lào và các hoạt động bảo hiểm chuyển sang sinh lời sau khi lỗ 5 tỷ đồng trong năm 2012. Cổ tức bằng tiền mặt là 1.000 đồng/cổ phiếu mỗi năm.
- Cơ cấu danh mục đầu tư: 70% là tiền gửi ngân hàng, lãi suất từ 8%-10%; 20% là trái phiếu do Chính phủ bảo lãnh (Ngân hàng Phát triển Việt Nam, Ngân hàng Chính sách Xã hội Việt Nam), với lãi suất coupon 12%-14%; 10% là cổ phiếu và đầu tư dài hạn.
- Thị trường Lào và Campuchia: Công ty Bảo hiểm Liên doanh Lào Việt có thị phần lớn thứ hai tại Lào, chiếm 35%, vốn điều lệ 3 triệu USD và đạt lợi nhuận trước thuế 580.000 USD. Công ty Bảo hiểm Cambodia - Việt Nam có thị phần lớn thứ tư, vốn điều lệ 7 triệu USD và lợi nhuận trước thuế đạt 100.000 USD.
- 2008-2011: đây là giai đoạn tăng trưởng và mở rộng nhằm thúc đẩy các hoạt động nghiệp vụ bảo hiểm và mở thêm chi nhánh. Nhờ BIDV nắm tới 82% cổ phần, BIC được hưởng lợi từ mạng lưới khách hàng vững chắc. Tăng trưởng bình quân của ngành bảo hiểm giai đoạn 2008-2011 đạt 23%-25% và trong năm 2012 đạt 9,4%.
- BIC không thể đa dạng hóa danh mục đầu tư vì các công cụ đầu tư trên thị trường Việt Nam còn hạn chế: trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 3-5 năm với lợi suất 8%-9% hay trái phiếu doanh nghiệp khá rủi ro.
- Quan điểm đầu tư: (i) mô hình doanh nghiệp ổn định; (ii) cổ tức bằng tiền mặt khá hấp dẫn và (iii) giá cổ phiếu ở mức thấp, với P/E 6,7 lần và P/B chiết khấu nhưng rủi ro là danh mục đầu tư phân bổ quá nhiều vào tiền gửi.
- Quan điểm của công ty: các nhà đầu tư không quan tâm nhiều đến các mã bảo hiểm vì mức tăng trưởng dự kiến của ngành này 10%/năm không đủ sức hấp dẫn.

VNR: Tổng CTCP Tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam (VNR) – Không đánh giá

- 2012: lợi nhuận 261 tỷ đồng từ hoạt động đầu tư và 39 tỷ đồng từ phí tái bảo hiểm. Kế hoạch năm 2013: 263 tỷ đồng từ hoạt động đầu tư và 60 tỷ đồng từ phí tái bảo hiểm. Cơ cấu thu nhập (đầu tư/bảo hiểm) dịch chuyển từ 90%:10% sang 81%:19%.
- Cơ cấu danh mục đầu tư: 60% tiền gửi; 23% góp vốn vào các công ty khác; 10% vào trái phiếu Chính phủ và doanh nghiệp; 7% vào các quỹ ủy thác đầu tư, cổ phiếu và BĐS.
- Thay đổi chính sách năm 2013: Công ty lên kế hoạch giảm thu phí bảo hiểm 13% nhưng cải thiện tỷ lệ bồi thường và giảm các hợp đồng với tỷ lệ bồi thường cao như BĐS.
- Kế hoạch 2013: lợi nhuận tăng trưởng 10%-12% nhờ (i) thu nhập từ đầu tư ổn định; (ii) hoàn nhập dự phòng do thu nhập từ phí giảm và (iii) không có khoản trích lập dự phòng nào đáng kể (so với 15 tỷ đồng năm 2012). Cổ tức bằng tiền mặt: 1.800 đồng/cổ phiếu/năm.

- Cơ cấu cổ đông mang tính tập trung cao: 40% thuộc sở hữu nhà nước, 25% thuộc sở hữu Swiss Reinsurance – đối tác chiến lược nước ngoài, 25% thuộc các công ty bảo hiểm, 5% thuộc các quỹ nước ngoài. Chỉ có 2,5%-3% (2,5 triệu - 3 triệu cổ phiếu) có thể được giao dịch trên thị trường, vì vậy cổ phiếu của VNR có thanh khoản rất thấp.
- Có chung quan điểm với BIC: không có nhiều công cụ đầu tư tại Việt Nam (i) cổ phiếu có mức độ rủi ro cao; (ii) nền kinh tế vĩ mô vẫn chưa ổn định nên khó phân bổ cho trái phiếu và (iii) lãi suất huy động có xu hướng giảm.
- BIC và VNR có chung lo ngại: mặc dù mô hình kinh doanh ổn định, luôn có những sự kiện không thể lường trước có thể gây ra lỗ lớn như thiên tai hoặc bão. Cụ thể là vào năm 2008 và 2010, hai công ty đã chịu lỗ – BIC do cơn bão tại miền Trung và miền Nam và VNR do thiên tai tại Thái Lan.
- Quan điểm đối với khả năng lãi suất huy động giảm xuống 7%: khó có thể thực hiện vì tình hình lạm phát vẫn chưa cho phép và các nỗ lực kích thích nền kinh tế bằng cách đẩy mạnh tín dụng có thể làm hỏng những nỗ lực không ngừng của Chính phủ nhằm kiểm soát giá cả.

VCB: Vietcombank – GIẢM, giá mục tiêu: 26.800 đồng/cổ phiếu

- Tăng trưởng tín dụng 12% theo mức phân bổ của NHNN, dự kiến đạt 5.800 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế trong năm 2013 (bằng năm 2012). Ngân hàng kỳ vọng sẽ được phép nói tăng trưởng tín dụng 16% cho đến cuối năm, với lợi nhuận dự kiến đạt 6.000 tỷ đồng.
- Nợ xấu năm 2013 được kiểm soát tại mức 2,5% với việc xóa các khoản nợ giá trị lớn dự kiến đạt 2.500 – 3.000 tỷ đồng. Tỷ lệ chi phí/thu nhập sẽ tiếp tục giữ ở mức 40% bằng năm 2012, nhưng cao hơn so với năm 2011 do VCB hiện đang thực hiện chiến dịch marketing và tái định vị thương hiệu trong năm nay.
- Thu nhập từ phí dịch vụ và từ giao dịch ngoại hối ổn định trong năm 2013. VCB có thể thu về thêm 100 tỷ đồng lợi nhuận năm 2013 từ phí ATM mới áp dụng. Trong lĩnh vực giao dịch ngoại hối, ngân hàng cung cấp dịch vụ thu đổi ngoại tệ cho một số dự án lớn (ví dụ dự án nhà máy lọc dầu Nghi Sơn) và dự án ODA.
- Hỗ trợ từ Mizuho: thu hút một số nhà đầu tư FDI Nhật Bản giao dịch ở Vietcombank và nhân viên của họ sử dụng các dịch vụ của Vietcombank. Chưa thấy tiến bộ rõ nét trong việc hợp tác quản trị rủi ro và phát triển các sản phẩm bán lẻ.
- Kết quả sơ bộ tháng 01 và 02/2013: tăng trưởng tín dụng âm 2% tính từ đầu năm, tăng trưởng tiền gửi đạt 3%, lợi nhuận trước dự phòng đạt 1.500 tỷ đồng.
- Quan điểm về ngành ngân hàng: chỉ tích cực hơn một chút so với năm 2012. Nợ xấu vẫn là thử thách lớn nhất. Ngân hàng không kỳ vọng sẽ có thể trông cậy nhiều vào kế hoạch thành lập công ty xử lý nợ VAMC. Các chi tiết và chỉ dẫn về công ty xử lý nợ vẫn còn rất mơ hồ.

MBB: Ngân hàng TMCP Quân đội – MUA, giá mục tiêu: 17.500 đồng/cổ phiếu

- Kế hoạch lợi nhuận trước thuế 2013: 3.600 tỷ đồng, tăng 17% so với năm 2012. Tổng tài sản và tăng trưởng tín dụng đạt khoảng 15% với nợ xấu được khống chế tại mức 1,6%.
- Dự kiến mở thêm 50 chi nhánh và phòng giao dịch trong năm 2013 (hiện MBB đã có 202 chi nhánh và văn phòng giao dịch) nhưng phải được chấp thuận từ NHNN.
- Dự kiến nâng vốn điều lệ từ 10.625 tỷ đồng lên 15.000 tỷ đồng trong năm 2013 bằng cách phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hành và đối tác chiến lược. Tuy nhiên, đại diện của MBB không chắc chắn kế hoạch này có thể được hoàn tất trong năm 2013 hay không, sau khi đã bị trì hoãn từ năm 2012.
- Quan điểm về lãi suất huy động: không thể xuống dưới 7,0%-7,5%.
- Quan điểm đầu tư: về cơ bản là tốt nhưng vẫn còn rủi ro pha loãng do kế hoạch tăng vốn.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng 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 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.

Liên hệ

Trụ sở chính

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Tòa nhà Vinatex-Tài Nguyên, Lầu 3
10 Nguyễn Huệ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám Đốc

Robert Zielinski, ext 145
robert.zielinski@vcsc.com.vn

Phó Giám Đốc, Vũ Thanh Tú, ext 105

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

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

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

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

Tổ chức 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

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@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.