

## Chuyển nhượng dự án The Costa Nha Trang có thể đem lại lợi nhuận đột biến cho PVI

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **37.300**

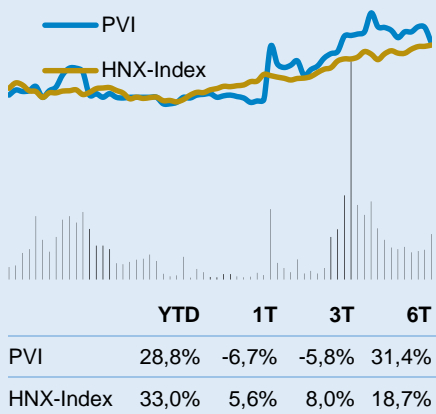
Giá thị trường (05/10/2017) 32.100

Lợi nhuận kỳ vọng 16,2%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	22.420 - 34.490
Vốn hóa	7.146 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	222.624.567 CP
KLGD bình quân 10 ngày	142.781 CP
% sở hữu nước ngoài	46,19%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,2%
Beta	0,13

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Thu Hà**

(84 4) 3928 8080 ext 204

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

### Dự án The Costa Nha Trang đã chuyển nhượng xong

Trong quý 3/2017, PVI có khả năng ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường từ việc chuyển nhượng các căn hộ tại dự án The Costa Nha Trang. Đây là tài sản mà PVI nhận chuyển nhượng từ Công ty cổ phần TD và Công ty cổ phần Đầu tư và phát triển quốc tế Nhà Việt từ năm 2014 với tổng giá trị là 432 tỷ VNĐ. Theo chúng tôi được biết, PVI đã chuyển nhượng tài sản này với lợi nhuận trước thuế dự kiến đem lại là khoảng 90 tỷ VNĐ. Nếu kịp ghi nhận, tổng lợi nhuận từ hoạt động tài chính trong quý 3/2017 dự báo tăng 60% yoy và đạt 213 tỷ VNĐ, giúp PVI đạt mức LNTT 231 tỷ đồng, tăng khoảng 56% so với cùng kỳ. Nếu không kịp ghi nhận doanh thu từ dự án The Costa Nha Trang, chúng tôi ước tính LNST Q3/2017 của PVI đạt khoảng 113 tỷ đồng, giảm khoảng 6% so với cùng kỳ.

### Upside đối với cổ phiếu PVI là 15%

PVI đang giao dịch tại mức P/B forward là 1,13 lần. Đây là mức tương đối rẻ so sánh với các doanh nghiệp bảo hiểm đang niêm yết tại Việt Nam (1,36 lần) cũng như trong khu vực (1,35 lần). Áp dụng mức P/B bình quân đối với các doanh nghiệp bảo hiểm tại Việt Nam và khu vực, mức giá mục tiêu đối với cổ phiếu PVI là 37.300 đồng/cổ phần, cao hơn so với giá hiện tại là 15%.

### Khuyến nghị đầu tư

Sau 3 năm liên duy trì vị thế số 1 trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam, trong năm 2017 thị phần của PVI đã tụt xuống vị trí thứ 2 do tiếp tục bị ảnh hưởng tiêu cực từ nghiệp vụ bảo hiểm tài sản không có nhiều thuận lợi. Lợi nhuận thuần từ kinh doanh bảo hiểm cũng không được khả quan do tỷ lệ bồi thường tăng cao đi kèm với chính sách tăng nóng đối với mảng bán lẻ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những khó khăn này chỉ mang tính chất tạm thời và PVI vẫn còn nhiều tiềm năng mở rộng nghiệp vụ bảo hiểm tài sản thiệt hại do:

- 1) PVI có năng lực bảo hiểm tốt nhờ mức vốn điều lệ lớn nhất trong số các công ty bảo hiểm phi nhân thọ tại Việt Nam và
- 2) mức trách nhiệm giữ lại tối đa trên mỗi rủi ro hoặc trên mỗi tổn thất riêng lẻ của các DNBH phi nhân thọ đã được nâng từ mức 5% lên 10% vốn chủ sở hữu theo Nghị định 73/2016/NĐ-CP giúp PVI có thể cải thiện tỷ lệ giữ lại của mình.

Cùng với mức P/B hiện đang ở mức khá hấp dẫn, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu PVI.

## Dự án The Costa Nha Trang đã chuyển nhượng xong

Trong quý 3/2017, PVI có khả năng ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường từ việc chuyển nhượng các căn hộ tại dự án The Costa Nha Trang. Đây là tài sản mà PVI nhận chuyển nhượng từ Công ty cổ phần TD và Công ty cổ phần Đầu tư và phát triển quốc tế Nhà Việt từ năm 2014 với tổng giá trị là 432 tỷ VNĐ. Theo chúng tôi được biết, PVI đã chuyển nhượng tài sản này với lợi nhuận trước thuế dự kiến đem lại là khoảng 90 tỷ VNĐ. Nếu kịp ghi nhận, tổng lợi nhuận từ hoạt động tài chính trong quý 3/2017 dự báo tăng 60% yoy và đạt 213 tỷ VNĐ, giúp PVI đạt mức LNTT 231 tỷ đồng, tăng khoảng 56% so với cùng kỳ. Nếu không kịp ghi nhận doanh thu từ dự án The Costa Nha Trang, chúng tôi ước tính LNST Q3/2017 của PVI đạt khoảng 113 tỷ đồng, giảm khoảng 6% so với cùng kỳ.

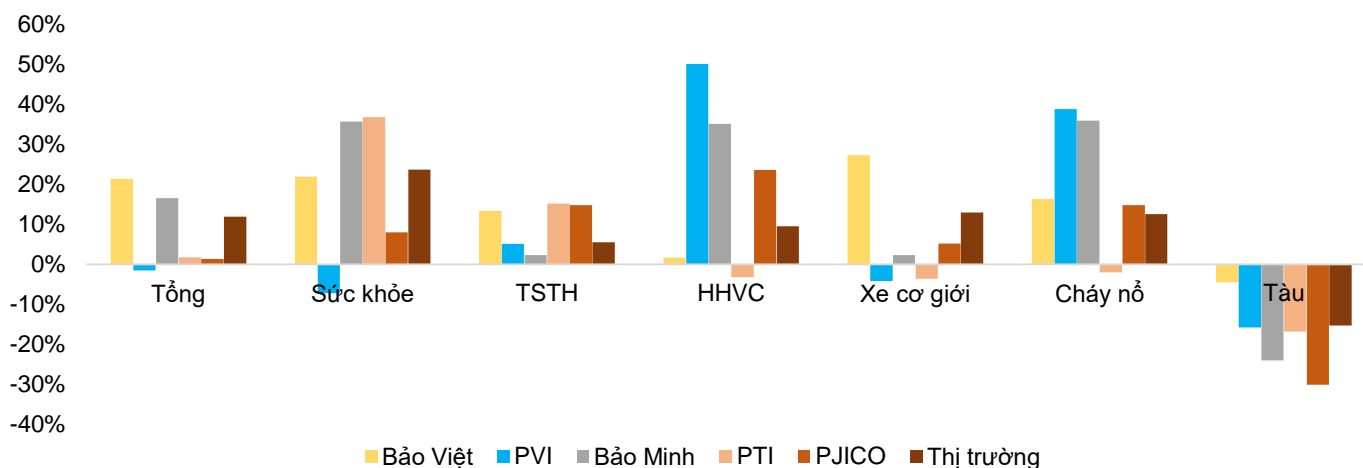
## Hoạt động kinh doanh bảo hiểm vẫn đang gặp khó khăn

Sau khi đẩy mạnh bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm sức khỏe trong năm 2015-2016 nhằm bù đắp lại mức tăng trưởng chậm của các nghiệp vụ bảo hiểm thương mại (bảo hiểm tài sản thiệt hại và bảo hiểm tàu biển) và ghi nhận tỷ lệ bồi thường tăng cao trong hai năm này, chúng tôi cho rằng PVI sẽ phải nhìn nhận lại về chiến lược tăng trưởng trong năm 2017 và giảm tốc đối với hai nghiệp vụ này. Trên thực tế, doanh thu phí bảo hiểm sức khỏe và bảo hiểm xe cơ giới trong 6T2017 của PVI giảm lần lượt 7% và 4% đạt 538 tỷ VNĐ và 805 tỷ VNĐ. Thị phần của PVI sụt giảm xuống mức 18% tính đến thời điểm cuối tháng 6/2017.

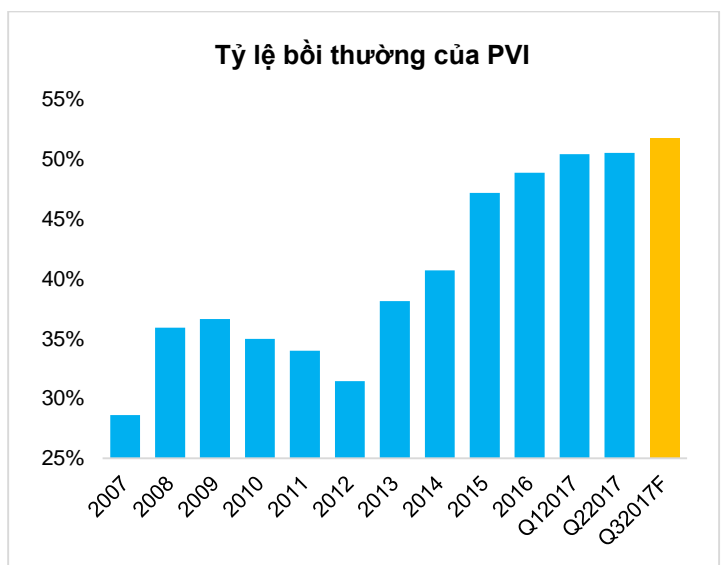
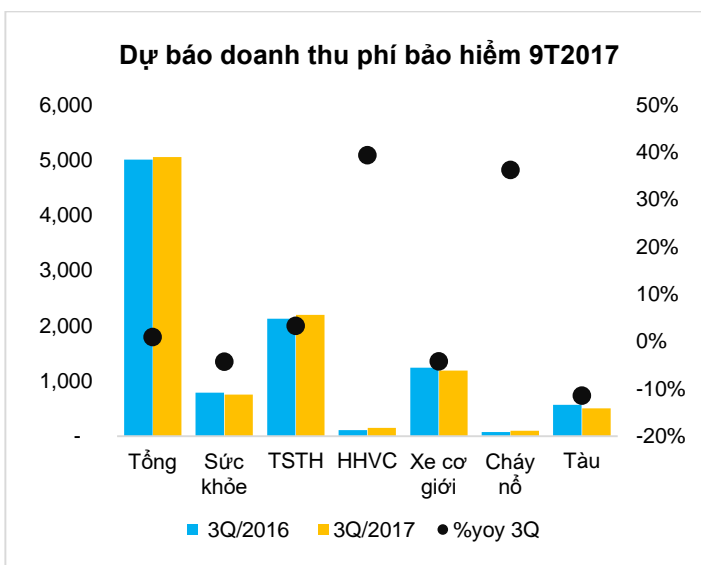
### Thay đổi về thị phần của PVI

Chỉ tiêu	Tổng	Sức khỏe	TSTH	HHVC	Xe cơ giới	Cháy nổ	Tàu
1H2017	18%	10%	48%	9%	12%	4%	35%
1H2016	21%	14%	48%	7%	14%	4%	35%

### Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm 6T2017



Trong quý 3/2017, vẫn chưa có diễn biến tích cực hơn đối với ngành dầu khí cũng như hàng hải, hai nghiệp vụ đóng góp hơn 50% tổng doanh thu phí của PVI, do đó, chúng tôi cho rằng PVI sẽ tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng thấp. Doanh thu phí bảo hiểm gốc trong quý 3/2017 dự báo đạt 1.506 tỷ VNĐ, giảm khoảng 6% so với cùng kỳ 2016. Tính chung cả 9 tháng đầu năm, tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc dự báo đạt 5.053 tỷ VNĐ, tương đương mức phí của 3Q2016. Tỷ lệ bồi thường được giả định ở mức 51,8% cao hơn so với mức 50,5% của Q1 và Q2/2017 do nhiều tổn thất thường xảy ra trong Quý 3 dưới ảnh hưởng của tình hình thời tiết, bão lũ,.. Trên cơ sở đó, lợi nhuận thuần từ kinh doanh bảo hiểm dự báo đạt 16 tỷ VNĐ (-21% yoy).



### Lợi nhuận cả năm 2017 dự báo giảm 10% yoy

**Hoạt động bảo hiểm.** Năm 2017, doanh thu phí bảo hiểm gốc và lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm của PVI dự báo đạt lần lượt 6.900 tỷ VNĐ (+5,6% yoy) và 118 tỷ VNĐ (+62,2% yoy). Lợi nhuận thuần từ kinh doanh bảo hiểm dự báo tăng trưởng khá mạnh trong cả năm 2017 do trong quý 4/2016, PVI ghi nhận 109 tỷ VNĐ lỗ kinh doanh bảo hiểm khi tỷ lệ bồi thường tăng cao đạt 55,3%. Năm 2017, chúng tôi cho rằng PVI sẽ có chính sách cấp đơn bảo hiểm và quản lý bồi thường thận trọng hơn so với 2016, do đó, cải thiện tỷ lệ kết hợp từ 98,9% năm 2016 lên 97,4% năm 2017.

**Hoạt động tài chính.** Năm 2015 và 2016, PVI ghi nhận khoảng hơn 500 tỷ lợi nhuận mỗi năm từ việc thoái phần vốn góp tại PVI Sun Life. Năm 2017, sự sụt giảm về nguồn lợi nhuận đột biến này được bù đắp bằng hai khoản khác, cụ thể là:

- Lợi nhuận từ chuyển nhượng các căn hộ tại dự án The Costa Nha Trang ước tính khoảng 90 tỷ VNĐ;
- Lợi nhuận từ chuyển nhượng tòa nhà PVI Tower. Nếu giả định tòa nhà PVI Tower có thể bán được với giá cao hơn giá gốc khoảng 3% thì lợi nhuận có thể thu được từ giao dịch này dự báo đạt 140 tỷ VNĐ.

<b>Lợi nhuận dự báo thu được từ chuyển nhượng PVI Tower</b>	
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Giá trị (triệu VNĐ)</b>
Giá vốn tòa nhà PVI Tower	1.201.971
Hao mòn lũy kế ước tính tới 31/12/2017	(104.346)
Giá trị còn lại của tòa nhà PVI Tower tại 31/12/2017	1.097.625
Giá định giá bán tòa nhà PVI Tower	1.238.030
<b>Lợi nhuận từ chuyển nhượng tòa nhà</b>	<b>140.405</b>

Như vậy, lợi nhuận trước thuế cả năm 2017 dự báo đạt 642 tỷ VNĐ, giảm 10% so với năm 2016.

<b>Dự báo kết quả kinh doanh 2017</b>			
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2016</b>	<b>2017F</b>	<b>%yoy</b>
Doanh thu phí bảo hiểm	6.527.510	6.899.610	5,7%
Lợi nhuận thuần bảo hiểm	44.910	117.533	61,7%
Lợi nhuận tài chính	655.790	525.029	-19,9%
Lợi nhuận trước thuế	714.190	641.643	-10,2%
EPS	2.304	2.062	-10,5%

## 2018-2019 sẽ có thêm đóng góp lợi nhuận từ dự án bất động sản Embassy Garden

Giữa tháng 6/2017, PVI nhận chuyển giao Dự án khu nhà ở thấp tầng A1TT1 – Khu trung tâm KĐT Hồ Tây từ Công ty TNHH Phát triển THT. Đây là dự án bất động sản thuộc phân khúc cao cấp được xây dựng trong khu đất có tổng diện tích 3,5ha với 53 lô biệt thự (diện tích từ 225-400m<sup>2</sup>) và 77 căn shophouse (diện tích 120-160m<sup>2</sup>). Hiện tại dự án mới đang trong giai đoạn ép cọc phần móng công trình, giá trị tài sản dài hạn dở dang tại thời điểm 30/6/2017 khoảng 1.582 tỷ VNĐ chủ yếu là tiền đất dự án. Giá bán ra ngoài đối với những căn biệt thự sát Khu Ngoại giao đoàn là khoảng 112 – 115 triệu/m<sup>2</sup> và đối với những căn biệt thự nằm phía đường 60m đối diện với khu THT là khoảng 125 – 130 triệu/m<sup>2</sup>. Các căn shophouse có giá bán dao động 115-130 triệu/m<sup>2</sup>. Dự án này dự kiến bàn giao vào Quý 3/2018 và dự báo sẽ đem lại lợi nhuận cho PVI trong 2018-2019.

Dưới đây là phần ước tính doanh thu của dự án Embassy Garden theo các mức giá bán bình quân từ 90-120 triệu/m<sup>2</sup>.

<b>Ước tính doanh thu từ dự án Embassy Garden theo các mức giá bán bình quân từ 90-120 triệu/m<sup>2</sup></b>					
<b>Hạng mục</b>	<b>Diện tích đất (m<sup>2</sup>)</b>	<b>Diện tích XD (m<sup>2</sup>)</b>	<b>Số căn</b>	<b>Tổng diện tích (m<sup>2</sup>)</b>	<b>Doanh thu (triệu VNĐ)</b>
<b>Biệt thự Embassy Garden</b>					
Khu A					
BT01	258	334	3	775	77.490
BT01	260	334	4	1.038	103.840

BT02	225	290	3	675	67.500
BT02	239	290	3	717	71.700
BT04	238	313	1	238	23.750
<b>Khu B</b>					
BT01	258	334	8	2.066	206.640
BT02	238	289	3	714	71.370
BT02	238	290	3	714	71.370
<b>Khu C</b>					
BT01	260	334	4	1.038	103.840
BT01	258	334	4	1.033	103.320
BT02	239	290	6	1.436	143.580
<b>Ria</b>					
BT06	339	325	1	339	33.890
BT05	469	615	1	469	46.900
BT08	645	491	1	645	64.500
BT02	229	290	1	229	22.880
BT04	254	325	1	254	25.400
BT03	227	312	5	1.134	113.350
BT07	562	625	1	562	56.170
<b>Doanh thu biệt thự</b>					<b>1.407.490</b>
<b>Shophouse</b>					
SV01.1	140	288	10	1.400	140.000
SV01	120	288	35	4.200	420.000
SV02	146	350	14	2.044	204.400
SV03	153	366	6	916	91.560
SV02.1	144	298	10	1.440	144.000
SV02.2	127	305	2	254	25.400
<b>Doanh thu shophouse</b>					<b>1.025.360</b>
<b>Tổng doanh thu</b>					
<i>Giá bán 90 triệu VNĐ/m<sup>2</sup></i>					<i>2.189.565</i>
<i>Giá bán 100 triệu VNĐ/m<sup>2</sup></i>					<i>2.432.850</i>
<i>Giá bán 120 triệu VNĐ/m<sup>2</sup></i>					<i>2.919.420</i>

### Upside đối với cổ phiếu PVI là 15%

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/B để định giá cổ phiếu PVI. Các doanh nghiệp được sử dụng để so sánh là các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ tại Indonesia, Malaysia và Thái Lan với mức vốn hóa nằm trong khoảng 100 đến 450 triệu USD và ROE nằm trong khoảng 5-14%. Mức P/B bình quân được xác định đối với các doanh nghiệp này là 1,35 lần.

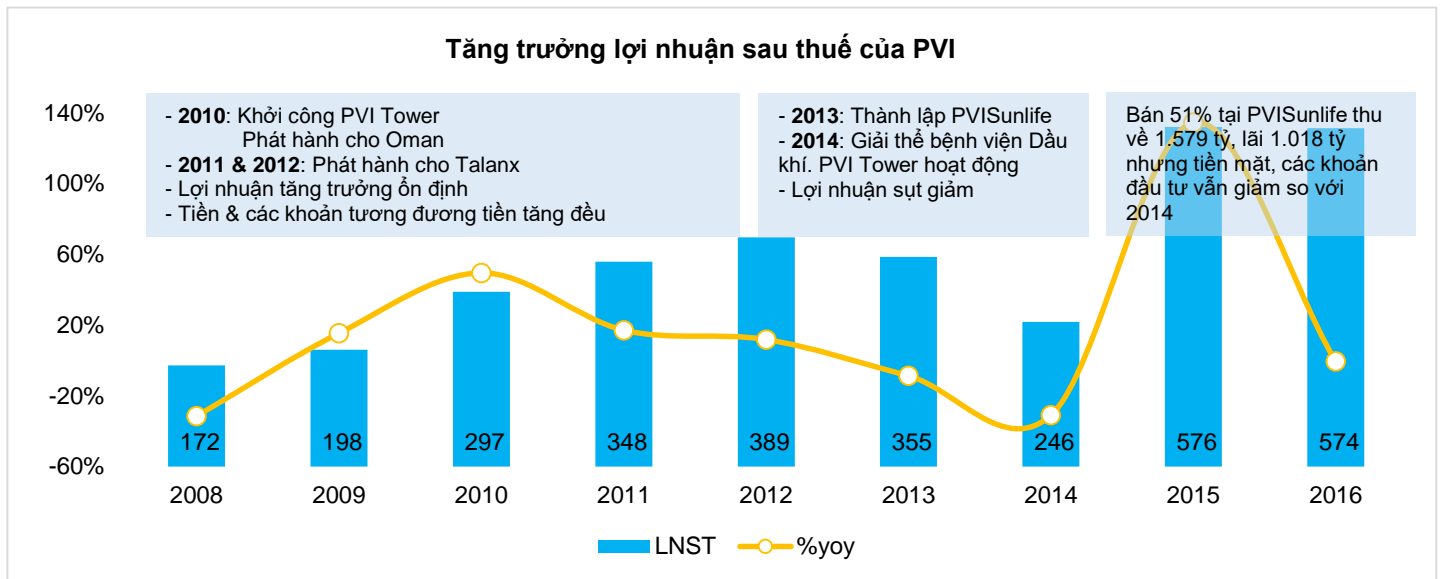
Đối với giá trị sổ sách của PVI, chúng tôi thực hiện điều chỉnh giảm 251 tỷ VNĐ, tương đương với 755 đồng/cổ phần đối với khoản đầu tư vào đơn vị khác và khoản phải thu khó đòi, cụ thể như sau:

<b>Các tài sản có rủi ro của PVI</b>			
<b>Khoản mục</b>	<b>Giá gốc</b>	<b>Dự phòng đã trích lập</b>	<b>Giá trị còn lại</b>
Đầu tư vào đơn vị khác	450.261	(328.343)	121.918
Các khoản phải thu khó đòi	439.630	(310.885)	128.745
<b>Tổng</b>	<b>889.891</b>	<b>(639.228)</b>	<b>250.663</b>

PVI đã trích lập khoảng 72% cho hai khoản này. Tuy nhiên, công ty không có thuyết minh chi tiết hơn để chúng tôi có thể đánh giá được khả năng thu hồi vốn đối với hai khoản đầu tư này. Do đó, trên cơ sở thận trọng, chúng tôi giả định PVI sẽ phải trích lập toàn bộ đối với cả hai khoản này và điều chỉnh giảm tương ứng đối với giá trị sổ sách. Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phần sau khi điều chỉnh giảm là 27.527 đồng/cổ phần và giá trị hợp lý đối với mỗi cổ phần của PVI được xác định là **37.300 đồng/cổ phần**, cao hơn mức giá đóng cửa hiện tại ~15%.

### Khuyến nghị đầu tư

Sau 3 năm liên duy trì vị thế số 1 trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam, trong năm 2017 thị phần của PVI đã tụt xuống vị trí thứ 2 do tiếp tục bị ảnh hưởng tiêu cực từ nghiệp vụ bảo hiểm tài sản không có nhiều thuận lợi. Lợi nhuận thuần từ kinh doanh bảo hiểm cũng không được khả quan do tỷ lệ bồi thường tăng cao đi kèm với chính sách tăng nóng đối với mảng bán lẻ. Tỷ lệ kết hợp năm 2014-2015 tăng cao đạt 103-105%. Để bù đắp cho khó khăn trong kinh doanh bảo hiểm, PVI phải tìm đến các công cụ tài chính có tỷ lệ sinh lời cũng như rủi ro cao hơn so với việc đầu tư tiền gửi và trái phiếu. PVI bán phần vốn góp tại PVI Sunlife sau 2 năm thành lập, chủ trương chuyển nhượng tòa nhà PVI Tower, nhận và sau đó chuyển nhượng The Costa Nha Trang. Dự án Embassy Garden có thể giúp PVI có được lợi nhuận tốt trong năm 2018-2019, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc đẩy mạnh đầu tư bất động sản (có kỳ hạn khoảng 2-3 năm) trong khi các nghĩa vụ thanh toán đối với PVI – một doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ thường là các nghĩa vụ trong ngắn hạn có thể khiến rủi ro không cân xứng về kỳ hạn giữa tài sản và nghĩa vụ nợ (asset liability mismatch risk) tăng lên cũng như tạo áp lực thanh khoản đối với công ty trong một số thời điểm.



Xét về dài hạn, PVI vẫn còn nhiều tiềm năng mở rộng nghiệp vụ bảo hiểm tài sản thiệt hại do (1) PVI có năng lực bảo hiểm tốt nhờ mức vốn điều lệ lớn nhất trong số các công ty bảo hiểm phi nhân thọ tại Việt Nam và (2) mức trách nhiệm giữ lại tối đa trên mỗi rủi ro hoặc trên mỗi tổn thất riêng lẻ của các DNBH phi nhân thọ đã được nâng từ mức 5% lên 10% vốn chủ sở hữu theo Nghị định 73/2016/NĐ-CP giúp PVI có thể cải thiện tỷ lệ giữ lại của mình. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu PVI.

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Thu Hà** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

**Chế Thị Mai Trang**

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

**Phan Thùy Trang**

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

**Nguyễn Tiến Dũng**

Công nghệ thông tin

nguyentiendungbvsc@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Vật liệu xây dựng

leduykhanh@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Ô tô &amp; Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Hà Thị Thu Hằng**

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**

Hạ tầng nước

ngokim.thanh@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Nguyễn Xuân Bình**

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

**Trần Đức Anh**

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn





## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888