

Công ty Cổ phần PVI (HNX: PVI)

Phan Huy Khôi

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: Khoiph@fpts.com.vn

Điện thoại: (+84.24) – 3773 7070 – Ext: 5910

CẬP NHẬT ĐHCĐ THƯỜNG NIÊN NĂM 2019

Năm 2018, doanh thu hoạt động bảo hiểm và phí bảo hiểm của PVI đạt 9.590,4 tỷ đồng (+15,3%yoy), lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 588,1 tỷ đồng (+9%yoy).

Trong năm 2018, PVI đã ghi nhận hơn 1.233 tỷ đồng doanh thu từ dự án Khu nhà ở thấp tầng A1TT1 – Khu Trung tâm Khu đô thị Tây Hồ Tây (Embassy Garden).

Kế hoạch kinh doanh năm 2019:

- ✓ Tổng doanh thu kinh doanh bảo hiểm, phí bảo hiểm và hoạt động tài chính năm 2019 là 10.922 tỷ đồng, tăng 5,6% so với thực hiện năm 2018.
- ✓ Lợi nhuận sau thuế là 601,51 tỷ đồng tăng 2,3% so với thực hiện năm 2018.
- ✓ Trả cổ tức năm 2019 bằng tiền cho cổ đông hiện hữu là 2.000 đồng/cp tương ứng 5%/thị giá hiện tại.

Đại hội cổ đông năm 2019 đã thống nhất **nới room ngoại lên 100% thay vì giới hạn tỷ lệ 49% như hiện nay**

KHUYẾN NGHỊ: Hiện tại PVI đang giao dịch tại mức giá là 40.600 đồng/cp tương đương với P/B 2018 là 1,34 lần, cao hơn trung bình ngành (khoảng 1,05 lần). Với triển vọng năm 2019 về doanh thu và lợi nhuận thì mức giá hiện tại của PVI không thực sự hấp dẫn. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho cổ phiếu này với những luận điểm sau:

Luận điểm đầu tư

- ✓ Tỷ lệ bồi thường bảo hiểm thực trung bình 6 năm qua của PVI đạt 40%, thấp hơn 4 doanh nghiệp lớn được so sánh là PTI (43%), BVH (76%), PGI (50%), (53%) do PVI không cạnh tranh bằng cách hạ phí bảo hiểm, mở rộng điều khoản, điều kiện hợp đồng (Theo báo cáo tài chính các doanh nghiệp).
- ✓ **Cục Quản lý và Giám sát Bảo hiểm dự báo thị trường bảo hiểm phi nhân thọ sẽ duy trì tăng trưởng ít nhất 10% trong giai đoạn 2019 – 2020** do (1) Với dân số trẻ, khoảng 50% trong độ tuổi lao động, trình độ và thu nhập của người dân được nâng cao, (2) 2 Hiệp định thương mại ATIGA và EVFTA giúp kích thích nguồn cung xe cơ giới trên thị trường Việt Nam khi thỏa thuận cắt giảm thuế có hiệu lực.
- ✓ **Cổ tức đều đặn bằng tiền qua các năm.** PVI trích 78% lợi nhuận sau thuế trở lên để chi trả cổ tức cho cổ đông, tương ứng ít nhất là 2.000 đồng/cp.

Yếu tố cần theo dõi

- ✓ Khó khăn chung của ngành dầu khí hiện tại khiến giá trị hợp đồng bảo hiểm phi nhân thọ của PVI trong lĩnh vực này chưa có dấu hiệu tăng trưởng.
- ✓ Cạnh tranh phí bảo hiểm gốc tại thị trường bảo hiểm phi nhân thọ ở Việt Nam ngày càng gay gắt khiến tăng trưởng kép doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm 6 năm qua của PVI chỉ đạt 9,3% trong khi thị trường chung tăng trưởng 13,3% mỗi năm (Theo thống kê của Cục Quản lý và Giám sát Bảo hiểm).

Chúng tôi chuyển sang khuyến nghị MUA khi: (1) PVI đạt được mức tăng trưởng ít nhất bằng với thị trường chung những năm tới trong khi vẫn giữ được các điểm mạnh về quản trị chi phí như phân tích trong báo cáo. (2) Hoặc khi các yếu tố cơ bản giữ nguyên, giá cổ phiếu PVI giảm về mức P/B đạt trung bình ngành, tức 31.800 đồng/cổ phiếu (thấp hơn 21,6% so với giá hiện tại).

* Quý nhà đầu tư vui lòng tham khảo một số thuật ngữ trong báo cáo tại phụ lục.

Biến động giá cổ phiếu PVI và VNIndex



Thông tin giao dịch 17/04/2019

Giá hiện tại (VND)	40.600
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	40.600
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	28.000
Số lượng CP niêm yết (cp)	234.241.867
KLGD BQ 10 ngày (cp/ngày)	163.703
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49%
Vốn hóa (tỷ VND)	9.244,36
EPS năm 2018 (VND/cp)	2.443
P/B	1,34

Tổng quan doanh nghiệp

Tên công ty	Công ty Cổ phần PVI
Địa chỉ	Số 1 Phạm Văn Bạch - Cầu Giấy - Hà Nội
Doanh thu chính	Bảo hiểm phi nhân thọ
Chi phí chính	Bồi thường bảo hiểm

Cơ cấu cổ đông Tỷ lệ

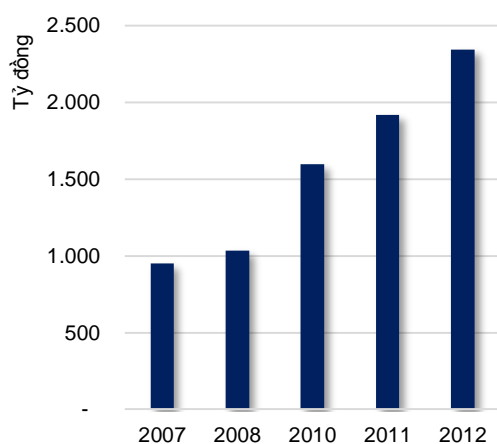
Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN)	35%
HDI Global SE (Talanx)	35,74%
Funderburk Lighthouse Ltd	11,58%
CTCP Đường Mặt Trời	6,5%
Khác	11,18%

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP.



- ✓ **Tên công ty: Công ty Cổ phần PVI**
- ✓ Địa chỉ: Số 1 Phạm Văn Bạch - Cầu Giấy - Hà Nội
- ✓ Tiền thân là Công ty Bảo hiểm Dầu khí Việt Nam thành lập năm 1996, đến năm 2007, PVI là một trong những doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam thực hiện cổ phần hóa trở thành Tổng công ty Cổ phần Bảo hiểm Dầu khí Việt Nam và niêm yết trên sàn chứng khoán năm 2007 với mã chứng khoán PVI.
- ✓ Hiện tại, Tổ chức xếp hạng quốc tế A.M Best xếp hạng năng lực tài chính của Bảo hiểm PVI ở mức B++ (Tốt) và Tái bảo hiểm PVI ở mức B+ (Tốt).

Quá trình tăng vốn điều lệ



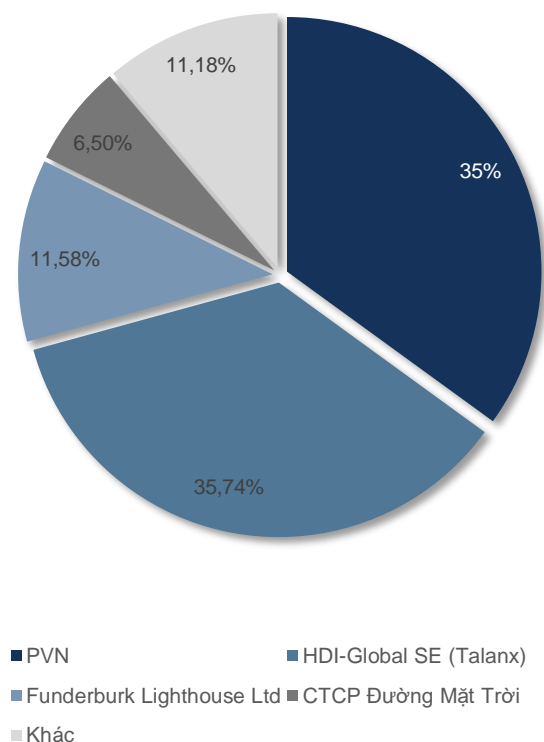
Nguồn: PVI, Báo cáo tài chính

5 năm đầu tiên kể từ khi cổ phần hóa vào năm 2007, PVI tăng vốn điều lệ khoảng 20% mỗi năm. Từ năm 2012, vốn điều lệ của PVI giữ nguyên cho đến hiện tại, đạt 2.342.418.670.000 đồng.

Thông tin cơ bản về các công ty con

STT	Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh chính	Vốn điều lệ	Tỷ lệ sở hữu của PVI Holdings (17/42019)	Tỷ lệ quyền biểu quyết nắm giữ
1	Tổng Công ty Bảo hiểm PVI	Bảo hiểm phi nhân thọ	2.600 tỷ đồng	100%	100%
2	Tổng Công ty cổ phần Tái bảo hiểm PVI	Tái bảo hiểm	728 tỷ đồng	68,86%	73,11%
3	Công ty Cổ phần Quản lý quỹ PVI	Quản lý quỹ đầu tư	50 tỷ đồng	35%	65%
4	Quỹ Đầu tư Cơ hội PVI	Quỹ đầu tư	1.000 tỷ đồng	22,73%	100%
5	Quỹ đầu tư Hạ tầng PVI	Quỹ đầu tư	520 tỷ đồng	23,08%	100%

Nguồn: PVI, Báo cáo thường niên 2018

Cơ cấu cổ đông:


Nguồn: PVI, Báo cáo thường niên 2018

Tính đến ngày 17/4/2019, PVI có 2 cổ đông nước ngoài lâu năm là quỹ HDI Global (thuộc Tập đoàn Talanx đến từ Đức) nắm 35,74% tổng số cổ phần và quỹ đầu tư của Chính phủ Oman - Funderburk Lighthouse Ltd nắm 11,58% tổng số cổ phần. Như vậy, 2 quỹ ngoại trên đã nắm giữ tổng cộng 47,32% tổng số cổ phần, gần sát với tỷ lệ giới hạn cho room ngoại là 49%.

Talanx là một trong những tập đoàn tài chính lớn nhất châu Âu, hiện quản lý hơn 100 tỷ euro tài sản. Tuy nhiên, tại Việt Nam, hiện HDI Global mới chỉ đầu tư vào PVI. Đại diện HDI Global cho biết, họ rất quan tâm đến việc thoái vốn của PVN và dự tính sẽ tăng tỷ lệ sở hữu tại PVI.

Đại hội cổ đông năm 2019 đã thống nhất nói room ngoại lên 100% thay vì giới hạn tỷ lệ 49% như hiện nay. Để có kết quả này, Đại hội cổ đông đã thống nhất thay đổi ngành nghề kinh doanh. Ông Bùi Vạn Thuận – Tổng Giám đốc PVI cho biết, khả năng PVN sẽ thoái vốn trong năm nay song chưa cụ thể thời gian và tỷ lệ thoái vốn.

II. KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2018 CỦA PVI

Tỷ đồng	2017	2018	%YoY	Nhận xét
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	8.318,3	9.590,4	+15,3%	Bảo hiểm phi nhân thọ là mảng kinh doanh cốt lõi của PVI, đóng góp 71,7% vào doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ năm 2018. Doanh thu phí bảo hiểm gốc của PVI năm 2018 chỉ tăng trưởng nhẹ so với năm 2017. Song, việc ghi nhận hơn 1.233 tỷ đồng doanh thu từ dự án Khu nhà ở thấp tầng A1TT1 – Khu Trung tâm Khu đô thị Tây Hồ Tây (Embassy Garden) đã giúp doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ của PVI năm 2018 tăng 15,3%yoy. Những năm trước mảng kinh doanh bất động sản không đem lại doanh thu đáng kể.
+ Thu phí bảo hiểm gốc	6.688,4	6.871,8	+2,7%	
+ Doanh thu kinh doanh phi bảo hiểm	147,1	1.383,2	+9.400%	
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	4.789,2	5.684,8	+18,7%	
Giá vốn hàng bán dịch vụ cung cấp	4.209,6	4.917,9	+16,8%	
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	579,5	766,9	+32,3%	Đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ chủ yếu do hạch toán lợi nhuận

gộp kinh doanh bất động sản đầu tư nhiều hơn năm 2017 tới gần 258 tỷ đồng từ dự án Khu nhà ở thấp tầng A1TT1. Trong khi lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh bảo hiểm giảm hơn 70 tỷ đồng, tức giảm 4%yoy.

Doanh thu hoạt động tài chính	698,8	740	+5,9%	Lãi tiền gửi, tiền cho vay và lãi kinh doanh cổ phiếu không có sự thay đổi đáng kể trong khi chi phí hoạt động kinh doanh cổ phiếu năm 2018 tăng tới hơn 92 tỷ đồng khiến chi phí tài chính tăng tới 44% so với năm ngoái.
Chi phí tài chính	109,4	267	+44%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	490,2	503,5	+2,7%	
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh	678,3	736,4	+8,6%	
Lợi nhuận khác	5,2	8,9	+72,6%	
Lợi nhuận trước thuế	683,5	745,3	+9%	
Thuế TNDN	143,9	157,2	+9,2%	
Lợi nhuận sau thuế hợp nhất	539,6	588,1	+9%	

Nguồn: PVI, FPT Research

KẾ HOẠCH CHIA CỔ TỨC CỦA PVI

Năm	2015	2016	2017	2018	2019F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	2.000	2.000	2.800	2.000	2.000
Tỷ lệ trả cổ tức/ Lợi nhuận sau thuế	78%	87%	131%	85%	78%

Nguồn: PVI, Nghị quyết ĐHCĐ

PVI có chính sách chi trả cổ tức bằng tiền hàng năm ổn định. Công ty luôn dành trên 75% lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức cho cổ đông và vượt kế hoạch chi trả cổ tức đề ra. Dự kiến PVI trả cổ tức năm 2019 bằng tiền cho cổ đông là 2.000 đồng/cp, tương ứng 5%/thị giá hiện tại.

III. KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2019 CỦA PVI

Kế hoạch kinh doanh năm 2019 của PVI

Tỷ đồng	Thực hiện 2018	Kế hoạch 2019	%
Tổng doanh thu kinh doanh bảo hiểm, phi bảo hiểm và hoạt động tài chính	10.340	10.922	+5,6%
Tổng chi phí kinh doanh bảo hiểm, phi bảo hiểm và hoạt động tài chính	9.595	10.150	+5,8%
Lợi nhuận trước thuế	745	772,08	+3,6%
Lợi nhuận sau thuế	588	601,51	+2,3%

Nguồn: PVI, Nghị quyết ĐHCĐ 2019

Chúng tôi đánh giá PVI có khả năng hoàn thành kế hoạch năm 2019 như sau:

- **Tổng doanh thu hoạt động kinh doanh bảo hiểm, phí bảo hiểm và hoạt động tài chính đạt 10.899 tỷ đồng, sát với kế hoạch năm 2019.**
- **Lợi nhuận sau thuế đạt 660 tỷ đồng, tăng trưởng 12%yoy, tăng 10% so với kế hoạch năm 2019.**

Hiện nay, hoạt động kinh doanh và đầu tư của PVI gồm 3 mảng chính, chiếm 98,8% lợi nhuận sau thuế: Hoạt động kinh doanh bảo hiểm, kinh doanh đầu tư bất động sản và hoạt động tài chính.

1. Hoạt động kinh doanh bảo hiểm:

a) Doanh thu hoạt động kinh doanh bảo hiểm:

Doanh thu phí bảo hiểm gốc năm 2018 của PVI đạt 6.872 tỷ đồng, tăng 2,7% so với năm 2017. Trong đó, doanh thu bán lẻ chiếm tỷ trọng 80%.

Từ khi thành lập (năm 1996) đến nay, PVI vẫn giữ vững vị thế là nhà bảo hiểm duy nhất tại Việt Nam thu xếp bảo hiểm cho toàn bộ các dự án tìm kiếm thăm dò, khai thác dầu khí trong nước cũng như các dự án PVN đầu tư tại nước ngoài. Vị thế trên không bị ảnh hưởng đáng kể khi PVN thoái vốn do PVI có kinh nghiệm lớn trong các nghiệp vụ bảo hiểm dầu khí trọng yếu. Từ khi hợp tác với Quỹ đầu tư HDI Global SE năm 2011, PVI đã đẩy mạnh phát triển các sản phẩm ngoài lĩnh vực dầu khí. Vốn chủ sở hữu tăng trưởng 33% mỗi năm trong giai đoạn 2007 - 2011 cho phép PVI có cơ sở về tài chính để theo đuổi chiến lược trên. Vì vậy, không tính doanh thu phí bảo hiểm gốc từ PVN thì doanh thu phí bảo hiểm gốc các nghiệp vụ khác còn lại tăng trưởng 8,6% mỗi năm trong giai đoạn 2013 – 2018.

Doanh thu phí bảo hiểm gốc bán lẻ năm 2019 dự báo tăng 10%yoy, tức đạt 6.047 tỷ đồng với luận điểm sau:

- **Cục Quản lý và Giám sát Bảo hiểm dự báo thị trường bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục tăng trưởng hơn 10% trong năm 2019:** Theo thống kê của Cục Quản lý và Giám sát Bảo hiểm, tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc trên thị trường hiện chưa tới 2% GDP, trong khi con số trung bình ở các nước ASEAN là 3,7%, tại Thái Lan con số này lên tới 6%. Tỷ lệ này của Việt Nam thấp hơn các nước trong khu vực do GDP bình quân đầu người còn thấp (58,5 triệu đồng/người năm 2018). Tỷ lệ sở hữu xe/1.000 người Việt Nam vẫn chỉ ở mức 20 xe, trong khi đó, tỷ lệ này ở Thái Lan vào khoảng 80 xe, còn ở các quốc gia phát triển thì tỷ lệ nào từ 200 - 400 xe (Theo số liệu khảo sát của thị trường Ford Việt Nam). **Với dự báo của Viện Nghiên cứu kinh tế và chính sách, GDP bình quân đầu người thuộc độ tuổi lao động tăng ít nhất 10% trong năm 2019** sẽ giúp nhu cầu sử dụng xe cơ giới nói riêng và các sản phẩm phi bảo hiểm nói chung sẽ tăng lên.
- **Những chính sách điều tiết ngành ổn định hơn trong năm 2019 sẽ kích thích nguồn cung xe cơ giới trên thị trường:** (1) Hiệp định Thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA) cho phép loại bỏ thuế nhập khẩu ô tô từ cuối năm 2018, (2) Hiệp định thương mại tự do Việt Nam - EU (EVFTA) nhiều khả năng sẽ có hiệu lực vào giữa năm 2019. Điều này hứa hẹn sẽ mang lại tín hiệu tốt cho dòng xe hơi cao cấp. Bởi theo thỏa thuận, thuế nhập khẩu đối với ô tô có xuất xứ từ châu Âu sẽ được cắt giảm dần từ mức 70% về 0% trong vòng 10 năm tới. 2 hiệp định này hứa hẹn kích thích sức mua đối với ô tô trong dài hạn.
- **PVI là thương hiệu lớn trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ** với thị phần 2 tháng đầu năm 2019 đạt 15,64%, đứng đầu là BVH (23,13%) và đứng thứ 3 là PTI (8,09%). Tổng 5 doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ lớn đã niêm yết là BVH, PVI, PTI, BMI, PGI, chiếm khoảng 60% thị phần (Theo Cục Quản lý và Giám sát Bảo hiểm).

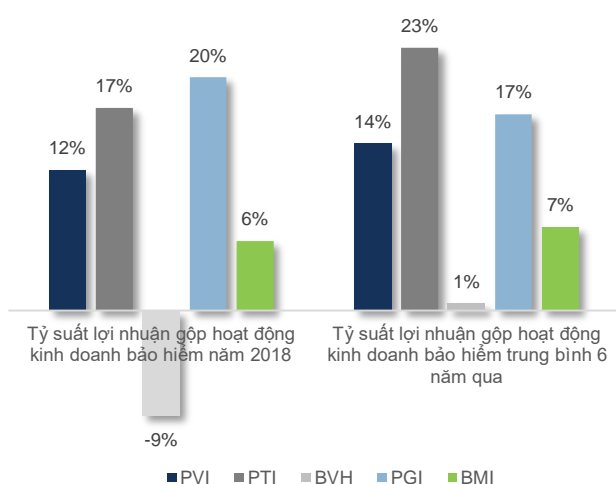
Doanh thu hoạt động nhận tái bảo hiểm và thu hoa hồng nhượng tái bảo hiểm

Tổng doanh thu phí nhận tái bảo hiểm và thu hoa hồng nhượng tái bảo hiểm tăng trưởng 26% mỗi năm từ khi cổ phần hóa (2007) đến nay, đây là mức tăng trưởng rất ấn tượng. Tuy nhiên, doanh thu từ 2 mảng này đã đi ngang trong 3 năm gần đây do ngành dầu khí kinh doanh khó khăn, hoạt động nhượng tái bảo hiểm dự án dầu khí khó tăng trưởng. Vì lý do trên, chúng tôi dự báo mảng kinh doanh tái bảo hiểm sẽ không có sự tăng trưởng trong năm 2019, tức đạt 1.316 tỷ đồng.

Quy mô và tỷ lệ nhận, nhượng tái bảo hiểm là 3 yếu tố giúp doanh nghiệp kiểm soát được tỷ lệ chi bồi thường bảo hiểm thực tế. Nhiệm vụ của doanh nghiệp là kiểm soát được khả năng chi bồi thường trong mọi trường hợp, cân đối với các chiến lược khác như tăng trưởng doanh thu, tăng thị phần, lãi nghiệp vụ. Những hợp đồng bảo hiểm riêng lẻ có giá trị lớn đe dọa đến khả năng chi bồi thường của một nghiệp vụ cụ thể do quy luật số lớn không phát huy hiệu quả. Vì vậy, hợp đồng bảo hiểm đó được doanh nghiệp bảo hiểm nhận hoặc nhượng một phần trách nhiệm cho đơn vị khác.

Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm năm 2018 của PVI đạt 4.302 tỷ đồng, giảm 7,3%yoy. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm của PVI năm 2019 đạt 4.581 tỷ đồng, tăng 6,5%yoy với giả định tỷ lệ nhượng tái bảo hiểm thực tế của PVI năm 2019 bằng năm 2018, tức đạt 47,6%. Trong đó, doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm là tổng doanh thu thực tế tương ứng với phí bảo hiểm giữ lại của doanh nghiệp trong một khoảng thời gian.

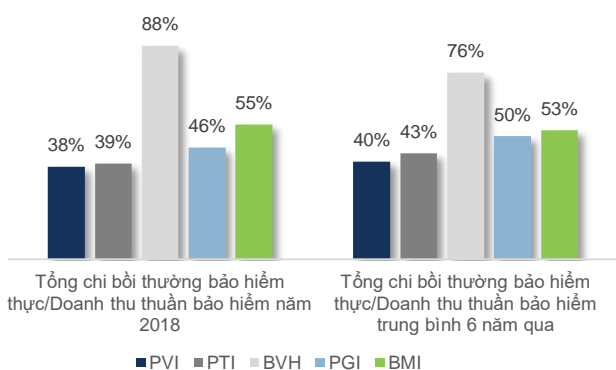
b) Lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh bảo hiểm



Nguồn: FPT S Research

Lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh bảo hiểm năm 2018 của PVI đạt 521 tỷ đồng, chiếm 42% tổng lợi nhuận gộp của 3 mảng chính là kinh doanh bảo hiểm, bất động sản đầu tư và hoạt động tài chính. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này chỉ đạt 12% trong năm 2018, cao hơn tỷ suất của BVH, BMI và thấp hơn của PTI, PGI. Song chúng tôi cho rằng việc so sánh tỷ suất này trong một khoảng thời gian sẽ mang lại nhiều ý nghĩa hơn do thời điểm xảy ra rủi ro mang tính khách quan, thời điểm hạch toán doanh thu phí bảo hiểm và chi phí bồi thường thực tế là khác nhau.

Tổng chi phí bồi thường bảo hiểm



Nguồn: FPT S Research

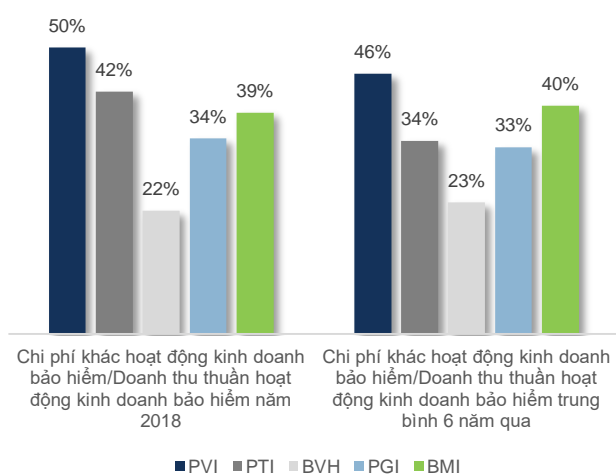
Tỷ lệ chi bồi thường bảo hiểm thực năm 2018 và tỷ lệ này trung bình 6 năm qua lần lượt là 38% và 40%, đều thấp hơn tỷ lệ tương ứng của 4 doanh nghiệp còn lại được so sánh. Nhiều doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đang cố gắng đạt mục tiêu tăng trưởng doanh thu kinh doanh bảo hiểm bằng cách hạ phí bảo hiểm, mở rộng điều khoản, điều kiện bảo hiểm không tương xứng với phạm vi chấp nhận bảo hiểm theo các thông tư về Biểu phí bảo hiểm quy định để thu hút khách hàng. Chẳng hạn, đối với nghiệp vụ bảo hiểm vật chất xe ô tô, phí bảo hiểm/giá trị bảo hiểm ô tô Toyota Vios dòng E của PVI, PTI, BVH, PGI, BMI lần lượt là 1,425%, 1,38%, 1,4%, 1,238%,

1,37%. Phí bảo hiểm trên đã bao gồm các điều khoản mở rộng: Bảo hiểm mất cắp bộ phận, không khấu hao phụ tùng vật tư thay mới, bảo hiểm lựa chọn cơ sở sửa chữa chính hãng, bảo hiểm thiệt hại động cơ do thủy kích. Đối với từng nghiệp vụ, từng dòng sản phẩm, từng khách hàng, mức độ cạnh tranh về phí bảo hiểm là khác nhau. Nhưng nhìn chung, tỷ lệ này cho thấy sự thận trọng trong việc kiểm soát chi bồi thường bảo hiểm của PVI.

Chính vì vậy, doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm của PVI chỉ tăng trưởng kép 9,3% trong giai đoạn 6 năm qua. Tỷ lệ của PTI, BVH, PGI, BMI lần lượt là 20,6%, 21,7%, 6,6%, 10,3%. Việc nới lỏng những điều khoản trong bảo hiểm đều dẫn đến tỷ lệ chi bồi thường tăng. Kết quả là, chỉ có khoảng 10 doanh nghiệp có lãi trong số 29 doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ hiện nay.

Căn cứ vào tỷ lệ bồi thường thực của PVI những năm qua, chúng tôi dự báo tỷ lệ “Tổng chi phí bồi thường bảo hiểm/Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm” năm 2019 của PVI tiếp tục đạt 38%, bằng tỷ lệ năm 2018.

Tổng chi phí khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm



Nguồn: FPTS Research

Năm 2018, chi phí khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm của PVI đạt 1.431 tỷ đồng, chiếm 50% doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm, cao hơn 4 doanh nghiệp được so sánh. Chủ yếu chi phí trên gồm chi hoa hồng bảo hiểm, chi quản lý đại lý bảo hiểm, chi phí lương nhân viên bán hàng...Tỷ lệ trên phản ánh hiệu quả khai thác thị trường bảo hiểm của BVH đang là tốt nhất và PVI đang là tổn kém nhất. Hầu hết các doanh nghiệp đều triển khai phân phối sản phẩm bảo hiểm qua các kênh truyền thống là đại lý, môi giới (hiện vẫn là kênh khai thác chính), kênh liên kết ngân hàng (bancassurance), trực tuyến...Mỗi kênh phân phối, mỗi đại lý lại được doanh nghiệp thỏa thuận một tỷ lệ hoa hồng khác nhau theo tiềm năng của

kênh phân phối đó hoặc thị trường nơi đại lý đó kinh doanh, chưa kể đến cơ chế thù lao khác nhau đối với nhân viên kinh doanh. Vì vậy, chúng tôi không đủ dữ liệu để phân tích hiệu quả quản lý chi phí đối với từng kênh phân phối do (1) việc thống kê hiệu quả từng nghiệp vụ của từng kênh phân phối trên thực tế rất khó khăn, (2) khó so sánh riêng lẻ hiệu quả khai thác từng nghiệp vụ, từng kênh phân phối đối với từng khu vực địa lý khác nhau. Tuy vậy, chúng tôi nhận thấy kênh liên kết ngân hàng (bancassurance) đang là kênh phân phối tiềm năng cho sản phẩm bảo hiểm do:

- Tiếp cận được lượng khách hàng lớn từ dữ liệu ngân hàng.
- Chi phí khai thác thấp do mạng lưới rộng lớn của ngân hàng liên kết và không tốn chi phí quản lý đại lý.
- Giảm chi phí thanh toán giữa khách hàng và công ty bảo hiểm như nộp phí bảo hiểm, bồi thường cho rủi ro xảy ra...do khách hàng được ngân hàng hỗ trợ.

Với định hướng phát triển mạnh kênh phân phối liên kết ngân hàng và bán sản phẩm trực tuyến song hành cùng mở rộng đại lý, hiệu quả quản lý chi phí khai thác thị trường sẽ được nâng cao hơn, song sự hạn chế về dữ liệu khiến chúng tôi chưa thể ước tính được con số chính xác trong báo cáo này. **Căn cứ vào số liệu trong quá khứ, chúng tôi thận trọng giả định tỷ lệ “Tổng chi phí khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm/Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm” năm 2019 tiếp tục đạt 50%, bằng tỷ lệ năm 2018.**

Từ việc phân tích và dự báo 2 tỷ lệ trên, chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh bảo hiểm đạt 555 tỷ đồng, tức tăng 6,5%yoy.

2. Hoạt động đầu tư bất động sản:

a) Bất động sản đầu tư: Năm 2018, PVI ghi nhận hơn 1.233 tỷ đồng doanh thu từ dự án Khu nhà ở thấp tầng A1TT1 – Khu Trung tâm Khu đô thị Tây Hồ Tây (Embassy Garden). Dự án có tổng diện tích 35.851 m² gồm 53 lô biệt thự (diện tích 225-400 m²), 77 lô nhà phố kinh doanh (diện tích 120-160 m²) đã bán hết. Với mức giá trung bình ước tính 100 triệu đồng/m², dự án có thể thu về 2.400 tỷ đồng, phân bổ vào năm 2018 – 2019. Chúng tôi ước tính, PVI sẽ ghi nhận nốt khoảng 50% giá trị hợp đồng còn lại của dự án này trong năm 2019, tức doanh thu đạt 1.167 tỷ đồng. Với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt khoảng 18% như đã hạch toán một phần trong năm 2018, ước tính giá vốn mảng bất động sản đầu tư năm 2019 vào khoảng 953 tỷ đồng.

b) Cho thuê văn phòng: PVI Tower là dự án tòa nhà văn phòng hạng A với diện tích là 42.681 m², được hoàn thành năm 2013 và hiện đạt tỷ lệ lấp đầy trên 97,44% (năm 2018), với mức giá trung bình ước tính khoảng hơn 300.000 đồng/m²/tháng. Dự kiến doanh thu cho thuê văn phòng năm 2019 đạt 150 – 159 tỷ đồng, tức tỷ lệ lấp đầy đạt từ 97,44% đến 100%. Với biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 12 – 14% trong 3 năm qua, giá vốn mảng cho thuê văn phòng vào khoảng 129 – 140 tỷ đồng.

3. Hoạt động tài chính

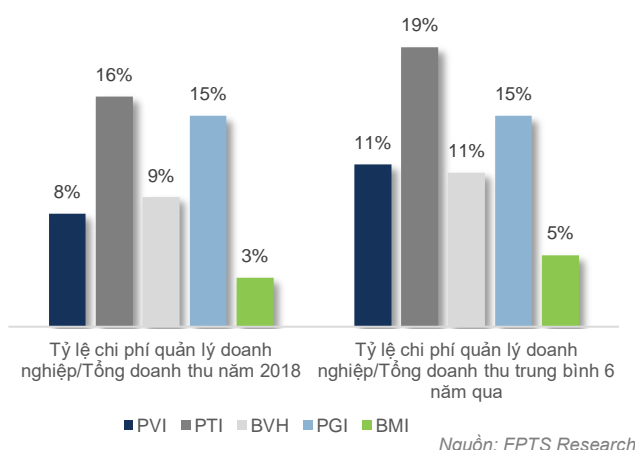
Doanh thu từ hoạt động tài chính năm 2018 đạt 740 tỷ đồng, trong đó 65% là lãi tiền gửi, tiền cho vay, 17% là lãi kinh doanh cổ phiếu. Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm 6 năm qua tăng trưởng 9,3% mỗi năm cho phép giá trị khoản đầu tư tài chính ngắn hạn tăng trưởng 8% mỗi năm. Chúng tôi dự báo:

- Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm năm 2019 của PVI tăng trưởng khoảng 6,5%yoy như dự báo phía trên khiến giá trị khoản đầu tư tài chính ngắn hạn được dự báo tăng thêm 5%yoy.
- Theo dự báo của Ngân hàng Nhà nước, chỉ số lạm phát trong năm 2019 khả năng được kiểm soát ở mức 4%, cùng với đó là áp lực từ việc Cục Dự trữ liên bang Mỹ (Fed) đã tăng lãi suất 4 lần trong năm 2018 sẽ tạo sức ép lên lãi suất huy động tiền gửi của các ngân hàng. Chúng tôi dự báo, mặt bằng lãi suất huy động trong năm 2019 sẽ tăng khoảng 0,75%.

Từ phân tích trên, chúng tôi ước tính:

Doanh thu hoạt động tài chính năm 2019 của PVI đạt 843 tỷ đồng, tăng 13,9%yoy. Với tỷ suất lợi nhuận gộp hoạt động tài chính trung bình 6 năm qua là 70%, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp hoạt động tài chính đạt 590 tỷ đồng trong năm nay.

4. Chi phí quản lý doanh nghiệp



Chi phí quản lý doanh nghiệp năm 2018 của PVI đạt 504 tỷ đồng, tăng 2,6%yoy. Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh trung bình giai đoạn 6 năm qua của PVI đạt 11%, chỉ cao hơn tỷ lệ của BMI cho thấy PVI đang quản lý chi phí trên hiệu quả hơn PTI và PGI. Nếu không tính doanh thu thuần kinh doanh bất động sản đầu tư thì tỷ lệ này của PVI đạt 10%.

Tỷ lệ chi phí trên kể từ năm 2013 đến 2018 lần lượt là 15%, 16%, 12%, 8%, 9% 8%. Như vậy, tỷ lệ trên liên tục giảm 15% năm 2013 xuống còn 8% năm 2018 cho thấy hiệu quả quản lý chi phí này ngày càng hiệu quả kể từ khi phát triển kênh liên kết

ngân hàng (bancassurance) và kênh trực tuyến. Với chiến lược tăng tỷ trọng bán hàng qua kênh liên kết, trực tuyến, chi phí quản lý doanh nghiệp không yêu cầu cao như kênh đại lý, tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/Tổng doanh thu có xu hướng giảm trong các năm tới. Tuy nhiên do PVI chưa tiết lộ về lộ trình phát triển kênh phân phối cụ thể, chúng tôi chưa thể đưa ra ước tính cụ thể tỷ lệ trên cho những năm tới. Vì vậy, **chúng tôi thận trọng giả định tỷ lệ này duy trì đạt 8% năm 2019, tức chi phí quản lý doanh nghiệp đạt 540 tỷ đồng.**

Tổng hợp lại phân tích về 3 mảng chính mà PVI đang kinh doanh, đầu tư, chúng tôi ước tính:

- **Tổng chi phí năm 2019 của PVI đạt 10.239 tỷ đồng (+6,7%yoy), bằng 99% kế hoạch năm 2019.**
- **Lợi nhuận sau thuế đạt 660 tỷ đồng (+12%yoy), vượt 10% so với kế hoạch năm 2019.**

KHUYẾN NGHỊ

So sánh P/B một số doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đã niêm yết

Doanh nghiệp	Thị phần	Giá hiện tại (đồng)	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	P/B
BVH	23,13%	91.200	63.990	39.174	1.086	4,34
PTI	8,09%	17.000	1.415	4.352	17	0,75
BMI	7,50%	26.600	2.435	3.595	129	1,25
PGI	5,43%	16.650	1.490	3.179	141,6	1,16
PVI	15,64%	40.600	9.244	10.340	550,6	1,34
Trung bình (PTI, BMI, PGI)						1,05

Nguồn: FPT S Research

Tính đến ngày 17/4/2019, chỉ số P/B của PVI đạt 1,34 lần, cao hơn 27% so với trung bình 3 doanh nghiệp được so sánh là PTI, BMI, PGI (do chênh lệch quá lớn về quy mô doanh nghiệp nên chúng tôi không tính chỉ số P/B của BVH). Tổng hợp các điểm nhấn đầu tư và yếu tố cần theo dõi, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho cổ phiếu PVI tại mức giá 40.600 đồng/cổ phiếu.

PHỤ LỤC: Một số thuật ngữ chuyên ngành bảo hiểm.

- **Bảo hiểm nhân thọ** là loại nghiệp vụ bảo hiểm cho trường hợp người được bảo hiểm sống hoặc chết.
- **Bảo hiểm phi nhân thọ** là loại nghiệp vụ bảo hiểm tài sản, trách nhiệm dân sự và các nghiệp vụ bảo hiểm khác không thuộc bảo hiểm nhân thọ.
- **Kinh doanh bảo hiểm** là hoạt động của doanh nghiệp bảo hiểm nhằm mục đích sinh lợi, theo đó doanh nghiệp bảo hiểm chấp nhận rủi ro của người được bảo hiểm, trên cơ sở bên mua bảo hiểm đóng phí bảo hiểm để doanh nghiệp bảo hiểm trả tiền bảo hiểm cho người thụ hưởng hoặc bồi thường cho người được bảo hiểm khi xảy ra sự kiện bảo hiểm.
- **Kinh doanh tái bảo hiểm** là hoạt động của doanh nghiệp bảo hiểm nhằm mục đích sinh lợi, theo đó doanh nghiệp bảo hiểm nhận một khoản phí bảo hiểm của doanh nghiệp bảo hiểm khác để cam kết bồi thường cho các trách nhiệm đã nhận bảo hiểm.
- **Phí bảo hiểm** là khoản tiền mà bên mua bảo hiểm phải đóng cho doanh nghiệp bảo hiểm theo thời hạn và phương thức do các bên thoả thuận trong hợp đồng bảo hiểm.
- **Tỷ lệ bồi thường bảo hiểm thực tế** là tỷ số giữa tổng giá trị bồi thường chia cho tổng phí bảo hiểm tương ứng với trách nhiệm giữ lại của doanh nghiệp bảo hiểm trong cùng một khoảng thời gian cụ thể.
- **Dự phòng nghiệp vụ** là khoản tiền mà doanh nghiệp bảo hiểm phải trích lập nhằm mục đích thanh toán cho những trách nhiệm bảo hiểm đã được xác định trước và phát sinh từ các hợp đồng bảo hiểm đã giao kết.

Nguồn: Luật số 24/2000/QH10 của Quốc Hội: Kinh doanh Bảo hiểm

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 116 cổ phiếu PVI và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.pts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi

Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171

Fax: (84.24) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square,

136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1, Tp. Hồ

Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.28) 62908686

Fax: (84.28) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận

Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.236) 3553666

Fax: (84.236) 3553888