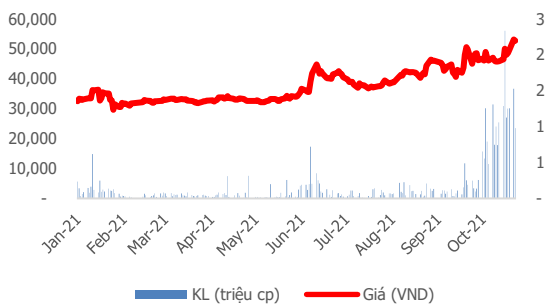


CÔNG TY CỔ PHẦN PVI (HNX: PVI)

Ngành	BẢO HIỂM
KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá mục tiêu	55,000
Giá hiện tại	47,200
Upside	17%

Ngày 29/11/2021
Chỉ tiêu chính (tỷ đồng)

	2020	2021F
Doanh thu thuần	4,776	5,158
Lợi nhuận gộp	919	970
EBIT (tỷ VND)	1,060	1,200
LN ròng (tỷ VND)	807	960
Tăng trưởng LNR (%)	21%	13%
EPS (VND)	3,796	4,295
BVPS	32,236	34,131
ROE (%)	11%	13%
ROA (%)	4%	4%

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

HDI Global SE (Talanx)	37.68%
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)	35%
Funderburk Lighthouse Litmited	11.52%
Cổ đông khác	15.80%

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH
Nguyễn Việt Dũng
dungnv@psi.vn
PVI: KẾT QUẢ KINH DOANH TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC CÙNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
Ngành bảo hiểm đạt mức doanh thu phí cao kỷ lục 9 tháng đầu năm 2021

Theo số liệu của Bộ Tài Chính, tổng doanh thu phí bảo hiểm ước đạt 151.993 tỷ đồng, tăng 15,38% so với cùng kỳ năm 2020.

Kết thúc 9 tháng đầu năm 2021, PVI đạt tổng doanh thu 7.583,7 tỷ đồng, hoàn thành 107,8% kế hoạch 9 tháng và 79,2% kế hoạch năm 2021, tăng trưởng 10,3% so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi kỳ vọng trong quý IV/2021, hoạt động của ngành bảo hiểm sẽ tiếp tục duy trì triển vọng tăng trưởng tương tự 9 tháng.

Tỷ lệ bồi thường ngành bảo hiểm phi nhân thọ có xu hướng giảm

Theo số liệu của Niên giám thống kê bảo hiểm, tỷ lệ bồi thường của các sản phẩm phi nhân thọ đang có xu hướng giảm trong các năm trở lại đây. Đáng chú ý là tỷ lệ bồi thường BH phi nhân thọ trên doanh thu phí gốc của các công ty bảo hiểm đầu ngành chỉ 33% trong năm 2021, trong khi đó, tỷ lệ này năm 2015 đạt 45%. Điều này một phần do người dân hạn chế đi lại để tránh dịch bệnh nên đã giảm rủi ro tai nạn, một phần phản ánh sự cải thiện rõ rệt về khả năng kiểm soát rủi ro của các công ty trong ngành cũng như đồng đều nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh, góp phần vào sự tăng trưởng của thị trường bảo hiểm.

Dự thảo sửa đổi Luật bảo hiểm tạo tiền đề tích cực cho sự phát triển của ngành và doanh nghiệp bảo hiểm

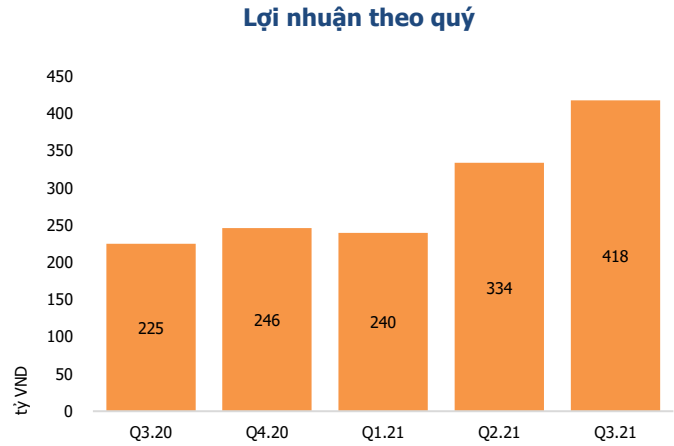
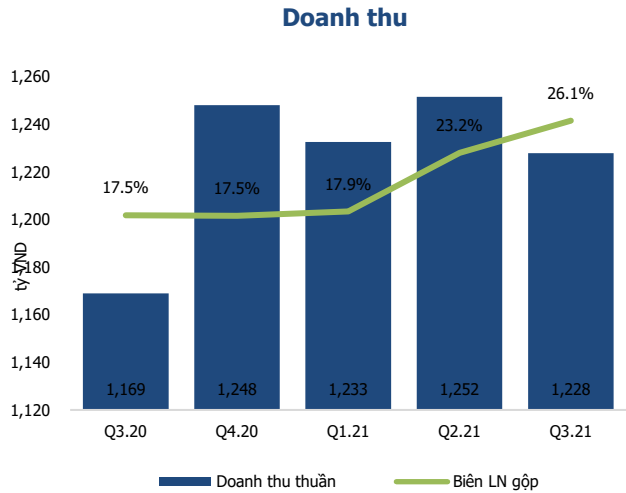
Dự thảo sửa đổi được đưa ra lần đầu vào khoảng tháng 02/2021, dự kiến có thể được ban hành trong khoảng 5 năm tới. Dự thảo nhằm cải cách thủ tục hành chính, tạo hành lang pháp lý tiến bộ nhằm tăng cường khả năng quản lý việc kinh doanh bảo hiểm và giúp thị trường và cộng đồng doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm nói chung và PVI nói riêng phát triển mạnh mẽ trong giai đoạn hội nhập mới.

KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi nâng giá mục tiêu 12 tháng của PVI là 55.000/cổ phần tương ứng P/B Forward là 1.5x và khuyến nghị mua cổ phiếu PVI sau khi cổ phiếu đã điều chỉnh trong 2 tháng qua với upside là 17%.

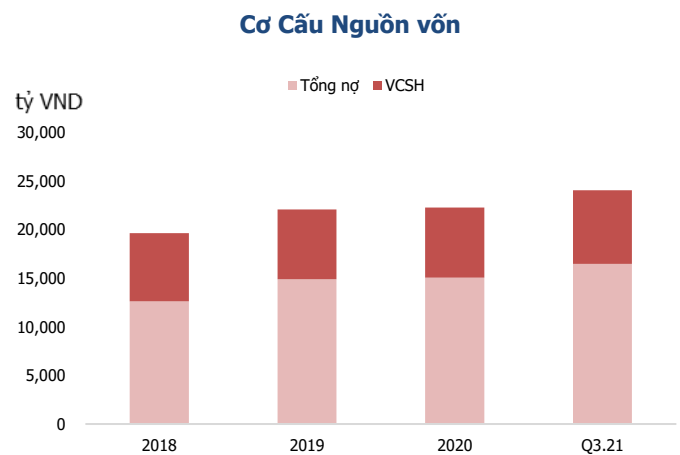
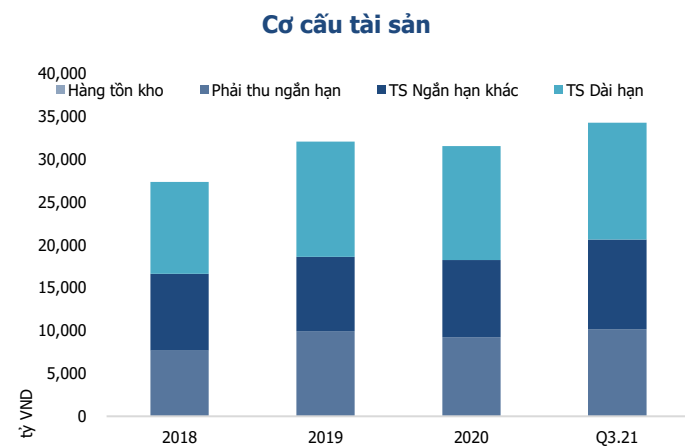
BIÊN LỢI NHUẬN 9 THÁNG 2021 ĐẠT MỨC CAO KỶ LỤC

Biên lợi nhuận gộp quý III.2021 tăng 11% so với quý II.2021 mặc dù doanh thu thuần quý III đạt 1,228 tỷ đồng, giảm 2% so với Quý II. Tuy nhiên, nhìn chung trong 9 tháng đầu năm 2021, doanh thu thuần của PVI vẫn đạt 3,721 tỷ đồng, tăng 5% so với cùng kỳ năm 2020. Đáng chú ý là biên lợi nhuận 9 tháng 2021 đạt 26.1% là mức cao kỷ lục so với các năm gần đây (+11% YoY).



Nguồn: BCTC PVI, PSI tổng hợp

Doanh thu hoạt động tài chính 9 tháng đầu năm đạt 580 tỷ đồng (+6% YoY) cũng thể hiện được rằng Công ty đang dành nhiều tỷ trọng đầu tư vào chứng khoán hơn và giảm tỷ lệ tiền gửi Ngân hàng trong bối cảnh lãi suất thấp. Cụ thể trong 9 tháng đầu năm, lãi đầu tư trái phiếu tăng 49% YoY và lãi kinh doanh cổ phiếu tăng 95% YoY.



Nguồn: BCTC PVI, PSI tổng hợp

Tổng tài sản tại cuối tháng 9 2021 chỉ giảm nhẹ 2% so với quý trước. Cơ cấu tài sản không có thay đổi gì trọng yếu trừ việc PVI giảm bớt tỷ trọng tiền gửi ngắn hạn & dài hạn và thay vào đó tăng tỷ trọng vào đầu tư trái phiếu doanh nghiệp có kỳ hạn dưới 12 tháng (+72% so với đầu năm) và trái phiếu doanh nghiệp có kỳ hạn trên 12 tháng (+91% so với đầu năm).

Hưởng lợi từ đà tăng thị trường chứng khoán

Với xu hướng mặt bằng lãi suất duy trì thấp, PVI đã giảm tỷ trọng tiền gửi chỉ còn chiếm 60% danh mục và tăng dần tỷ trọng đầu tư vào chứng khoán (tăng 45% so với cuối năm 2020).

Công ty đã có giải pháp giảm thiểu ảnh hưởng trong môi trường lãi suất thấp đồng thời duy trì hình thức đầu tư an toàn, đặc biệt trong bối cảnh dịch bệnh khó khăn. Hơn nữa, với thị trường chứng khoán tăng trưởng trong năm 2021, PVI đặc biệt hưởng lợi từ danh mục đầu tư gồm cổ phiếu và trái phiếu có tỷ trọng cao nhất so với các doanh nghiệp trong ngành như PGI, PTI, BIC, BMI...

Kỳ vọng gia tăng phí bảo hiểm từ việc Giá dầu tăng mạnh lên vùng giá cao

Giá dầu tăng mạnh là động lực tăng doanh thu cho PVI từ hoạt động Bảo hiểm trong lĩnh vực bảo hiểm năng lượng: Hàng năm doanh thu mảng Bảo hiểm Năng lượng đóng góp khoảng 20% tổng doanh thu phí của PVI.

Trong bối cảnh giá dầu đang trên đà tăng có thể thúc đẩy hoạt động đầu tư, thăm dò, khai thác tăng trở lại qua đó kỳ vọng PVI có thể sẽ gia tăng được nguồn doanh thu phí bảo hiểm trong thời gian tới.

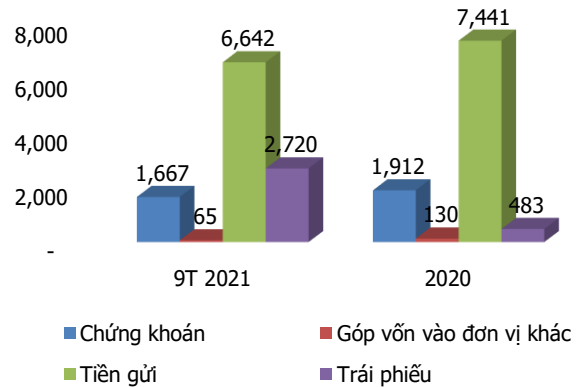
Dự thảo sửa đổi Luật bảo hiểm thúc đẩy triển vọng ngành bảo hiểm trong dài hạn

Dự thảo sửa đổi được đưa ra lần đầu vào khoảng tháng 02/2021, dự kiến có thể được ban hành trong khoảng 5 năm tới. Dự thảo bao gồm một số điểm thay đổi quan trọng như:

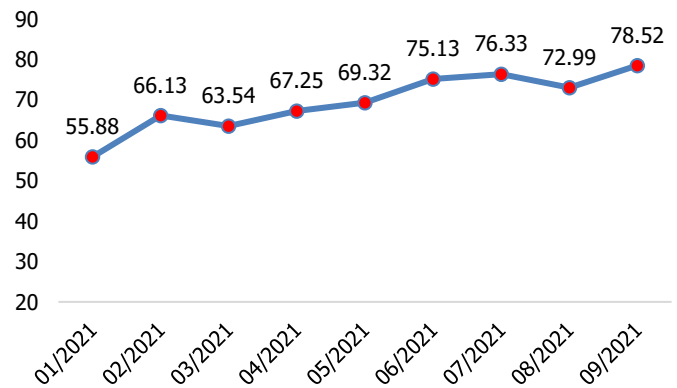
- 1) Chuẩn hóa định chế về hợp đồng bảo hiểm, giảm thiểu tranh chấp phát sinh;
- 2) DNBH được chủ động hơn trong hoạt động kinh doanh, mô hình và phương thức hoạt động;
- 3) Chuyển đổi chế độ tài chính sang mô hình tổng thể gồm 3 trụ cột chính là quản trị DN và rủi ro, Vốn trên cơ sở rủi ro và Công khai thông tin nhằm đảm bảo sự an toàn của DNBH;
- 4) DNBH có nhiều lựa chọn hơn trong phương án đầu tư, có thể đầu tư nước ngoài;
- 5) Khuyến khích áp dụng CNTT vào vận hành và phát triển.

Với các thay đổi kể trên, chúng tôi cho rằng đây là tiền đề cho sự triển vọng tích cực đối với ngành bảo hiểm trong tương lai dài hạn cũng giúp PVI nói riêng và các công ty trong ngành nói chung có những cải cách tiến bộ về mặt hoạt động kinh doanh bảo hiểm và công tác quản lý, đa dạng hóa sản phẩm bảo hiểm. Ngoài ra, qua việc bảo đảm và cân đối quyền lợi của khách hàng và công ty kinh doanh bảo hiểm là điều kiện tốt thúc đẩy sự phát triển cho các công ty bảo hiểm.

Tỷ trọng đầu tư của PVI tại cuối 2020 và tại cuối tháng 9/2021



Diễn biến giá dầu Brent từ đầu năm 2021



CẬP NHẬT KHUYẾN NGHỊ

Mẫu so sánh các đơn vị bảo hiểm tiêu biểu trong khu vực Đông Nam Á và Việt Nam bao gồm các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ, tương đồng mảng hoạt động kinh doanh chính của PVI. Chúng tôi loại trừ BVH do khoảng 70% doanh thu phí bảo hiểm gốc đến từ mảng kinh doanh bảo hiểm nhân thọ.

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu 12 tháng của PVI lên 55,000 VND/CP tương ứng mức P/B forward là 1.6 và khuyến nghị mua tương ứng với upside 17% so với giá hiện tại.

Phương pháp	
P/B	55,000 VND/CP
Giá mục tiêu	55,000 VND/CP

Tên Doanh Nghiệp	Quy Mô TS (Tỷ Vnd)	P/B
APLUS ASSET ADVISOR CO LTD	5,540	2.61
CEYLINCO INSURANCE CO PLC	25,413	0.84
MPHB CAPITAL BHD	21,637	0.53
MUANG THAI INSURANCE PCL	19,271	0.94
TAIWAN FIRE & MARINE INSURAN	18,260	0.77
ALLIANZ AYUDHYA CAPITAL PCL	18,005	0.89
VIETNAM NATIONAL REINSURANCE	7,251	2.09
BAOMINH INSURANCE CORP	7,138	2.14
MILITARY INSURANCE CORP	6,354	2.46
AGRICULTURE BANK INSURANCE B	2,987	2.53
PVI REINSURANCE JSC	4,787	1.72
Trung bình		1.60

Với dư địa dồi dào để phát triển cho thị trường bảo hiểm Việt Nam, tiềm năng phát triển doanh thu ổn định qua kênh bancassurance, cộng với hành lang chính sách được sửa đổi để tạo điều kiện phát triển cho các DNBH, chúng tôi kỳ vọng với các yếu tố trên và với vị thế có sẵn của PVI sẽ giúp PVI đạt tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc khoảng 10% mỗi năm.

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ VND)				Đơn vị: Tỷ đồng			
	2020	2021F	2022F	Chi số chính	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	4,776	5,158	5,571	Định giá			
Giá vốn hàng bán	(3,858)	(4,188)	(4,523)	EPS	3,796	4,295	4,502
Lợi nhuận gộp	919	970	1,048	BVPS	32,236	34,131	36,633
Doanh thu hoạt động tài chính	294	391	406	Cổ tức	29%	24%	20%
Chi phí tài chính	(60)	-	-	Khả năng sinh lời			
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết				Biên lợi nhuận gộp	19%	19%	19%
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(624)	(579)	(642)	Biên EBITDA	24%	24%	23%
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	529	782	811	Biên LN trước thuế	22%	23%	23%
Lợi nhuận khác	-	-	-	ROE	11%	13%	13%
Lợi nhuận trước thuế	1,060	1,200	1,262	ROA	4%	4%	4%
Lợi nhuận sau thuế	849	960	1,006	Tăng trưởng			
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	807	960	1,006	Doanh thu	-19%	8%	8%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	(41)	(40)	(39)	Lợi nhuận gộp	23%	6%	8%
				Lợi nhuận sau thuế	21%	13%	5%
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	EPS	21%	13%	5%
Tài sản ngắn hạn	18,220	17,346	19,738	Tổng tài sản	1%	-5%	11%
I. Tiền & tương đương tiền	1,144	1,000	1,525	VCSH	0%	6%	7%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	7,420	7,471	8,023	Thanh khoản			
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	9,243	8,540	9,792	Thanh toán hiện hành	1.21	1.28	1.29
IV. Hàng tồn kho	1	2	1	Thanh toán nhanh	1.21	1.28	1.28
V. Tài sản ngắn hạn khác	413	333	396	Nợ/tài sản	0.68	0.64	0.65
Tài sản dài hạn	4,056	3,851	3,874	Nợ/VCSH	2.09	1.78	1.88
I. Các khoản phải thu dài hạn	24	24	26	Khả năng trả lãi vay	1,245	839	882
II. Tài sản cố định	359	323	439				
V. Đầu tư tài chính dài hạn	2,465	2,465	2,465				
VI. Tài sản dài hạn khác	125	77	103				
Tổng tài sản	22,276	21,198	23,612				
Nợ phải trả	15,071	13,569	15,424				
I. Nợ ngắn hạn	15,010	13,510	15,360				
1. Khoản phải trả ngắn hạn	3,367	2,602	3,076				
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	-	-	-				
II. Nợ dài hạn	61	58	64				
1. Các khoản phải trả dài hạn	60	57	62				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	-	-	-				
Vốn chủ sở hữu	7,205	7,629	8,188				
1. Vốn điều lệ	2,342	2,342	2,342				
2. Thặng dư vốn cổ phần	3,508	3,508	3,508				
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	1,366	1,790	2,349				
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	278	278	278				
5. Nguồn vốn khác	-	-	-				
Tổng nguồn vốn	22,276	21,198	23,612				



LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi,

Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (84-8) 3914 6789

Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp.

Vũng Tàu

Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26

Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng Phong,

Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng

Điện thoại: (84-511) 389 9338

Fax: (84-511) 389 9339

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ 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 thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.