

CÔNG TY CỔ PHẦN PVI (HNX: PVI)
11/2020
ĐÁNH GIÁ
PHÙ HỢP

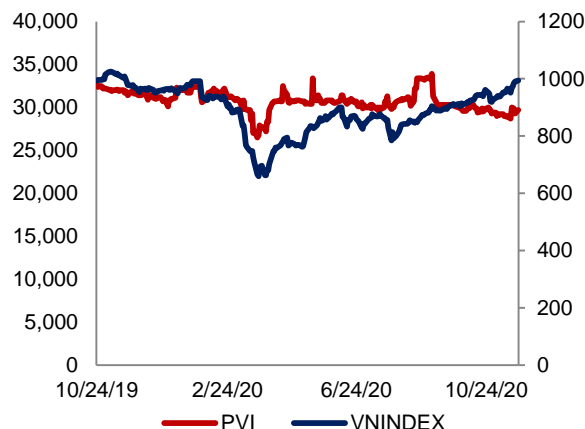
Giá mục tiêu (làm tròn)	32,100
Giá mục tiêu cũ (Điều chỉnh sau trả cổ tức)	30,300
Giá hiện tại	29,800

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HNX
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	41.800/26,500
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	6,549
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	223.5
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	114,314
Sở hữu trong nước (%)	45.6%
Sở hữu nước ngoài (%)	54.4%
Room nước ngoài (%)	100%

Một số chỉ tiêu chính (tỷ đồng)

	2019A	2020E	2021E
DTT HĐKD bảo hiểm	5,911	5,091	5,701
Giá vốn hàng bán	5,162	4,239	4,704
Lợi nhuận gộp	750	853	997
Doanh thu tài chính	770	690	553
Chi phí tài chính	135	148	151
<i>Chi phí lãi vay</i>	0.332	0.882	0.332
Chi phí QLDN	512	447	467
LN thuần HĐKD	873	948	932
Lợi nhuận khác	1.0	1.0	1.0
LNTT	874	949	933
LNST	702	778	765

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

HDI Global SE	42.3%
PVN	35%
Cổ đông khác	22.7%

Lũy kế 9T.2020, PVI hoàn thành 105% mục tiêu lợi nhuận cả năm

Biên lợi nhuận gộp quý III.2020 đã cải thiện đạt 15% so với 13% cùng kỳ năm ngoái. Mặc dù doanh thu thuần giảm 6% so với cùng kỳ, đạt 1,169 tỷ đồng trong quý nhưng lợi nhuận vẫn được cải thiện do (1) PVI giảm hơn 20 tỷ đồng chi phí kinh doanh cổ phiếu và trích lập dự phòng đầu tư, tương ứng giảm ~48% so với cùng kỳ; (2) Chi phí bồi thường bảo hiểm gốc giảm ~100 tỷ đồng làm giảm giá vốn 9.1% so với năm ngoái. Do tiết giảm chi phí, LNST quý 3 tăng nhẹ đạt 172.4 tỷ đồng (+5.4% yoy).

Doanh thu phí bảo hiểm gốc duy trì ổn định, lũy kế 9 tháng đạt ~5,703 tỷ đồng (-1.16% yoy). Tỷ lệ bồi thường tổn thất 9 tháng đạt 35% phí bảo hiểm gốc, tương đương tỷ lệ cùng kỳ năm ngoái.

Lãi suất tiền gửi giảm mạnh có thể ảnh hưởng doanh thu lãi tiền gửi trong thời gian tới. Danh mục đầu tư của PVI có gần 7,500 tỷ đồng tiền gửi, chiếm 71% giá trị danh mục, chủ yếu phân bổ vào tiền gửi ngắn hạn. Trong đầu năm, NHNN đã ba lần điều chỉnh lãi suất điều hành, theo đó các Ngân hàng lần lượt giảm lãi suất tiền gửi từ 1%-2% tùy theo kỳ hạn so với cùng kỳ năm ngoái. Theo chúng tôi đánh giá, lãi tiền gửi của PVI sẽ bắt đầu bị ảnh hưởng vào cuối năm do tiền gửi của PVI chủ yếu là kỳ hạn ngắn hạn và trung hạn. Tính đến cuối kỳ, lượng tiền gửi tại ngân hàng của PVI đạt 7,969 tỷ đồng, chiếm 35% tổng tài sản.

Tỷ lệ bồi thường của PVI duy trì ngang bằng với tỷ lệ trung bình của ngành. Tính đến hết tháng 9 năm 2020, doanh thu thị trường bảo hiểm phi nhân thọ ước đạt 40.969 tỷ đồng, tăng trưởng khoảng 5.7%, chi phí bồi thường 13.996 tỷ đồng với tỷ lệ bồi thường khoảng 34% (chưa bao gồm dự phòng bồi thường).

Mảng bảo hiểm xe cơ giới tiếp tục góp phần duy trì doanh thu cho PVI.

Tổng doanh thu phí bảo hiểm xe cơ giới giữ mức độ tăng trưởng ổn định, tăng 8% yoy trong 9 tháng đầu năm. Đây là mảng PVI nắm hơn 12% thị phần, đứng thứ 3 sau Bảo Việt Và PTI. Sau Nghị định số 70/2020/NĐ-CP quy định về mức thu lệ phí trước bạ mới dành cho xe ô tô sản xuất hoặc lắp ráp trong nước giảm 50% so với mức cũ tại Nghị định 20/2019/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 28/6 đến hết năm 2020 thì thị trường mua bán xe đã dần phục hồi, hỗ trợ rất nhiều cho hoạt động của PVI.

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu dựa trên kết quả kinh doanh 9 tháng khả quan cũng như mặt bằng định giá các doanh nghiệp bảo hiểm thay đổi trong thời gian qua. Giá mục tiêu mới đạt **32,094 đồng/cp**.

Tính đến hết quý III, PVI hoàn thành 105% mục tiêu lợi nhuận cả năm

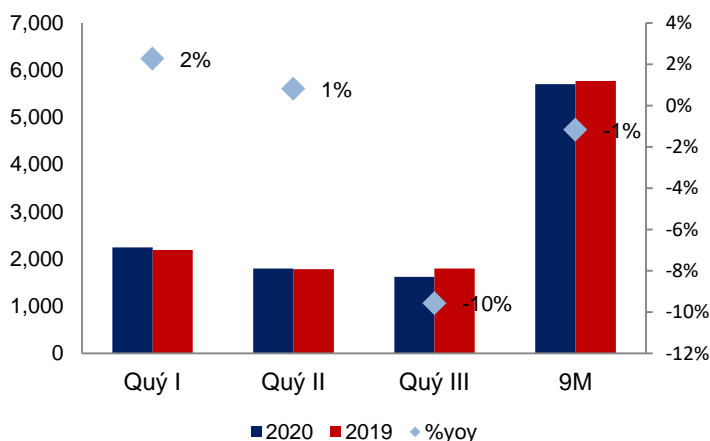
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Quý III.2019	Quý III.2020	YoY	9T.2019	9T.2020	YoY
DTT HĐKD bảo hiểm	1,243	1,169	-5.9%	4,551	3,528	-22%
Giá vốn hàng bán	1,060	964	-9.1%	3,854	2,829	-27%
LN gộp HĐKD bảo hiểm	183	205	12.1%	697	700	0%
Biên lợi nhuận gộp	15%	18%	19.2%	15%	20%	
Doanh thu tài chính	181.0	175.9	-2.8%	564	544	-4%
Chi phí tài chính	53.65	28.169	-47.5%	90.25	87.07	
Chi phí lãi vay	0.00	0.0		0.24	0.85	
Chi phí QLDN	107.41	124.7	16.1%	389	364	-7%
LN thuần HĐKD	202.636	227.9	12.5%	781	792	1%
Lợi nhuận khác	-0.163	-2.9		0	-2	
LNTT	202.5	225.0	11.1%	782	790	1%
LNST	163.6	172.4	5.4%	624	626	0%
Biên lợi nhuận thuần	13%	15%		14%	18%	

Nguồn: BCTC PVI, PSI tổng hợp

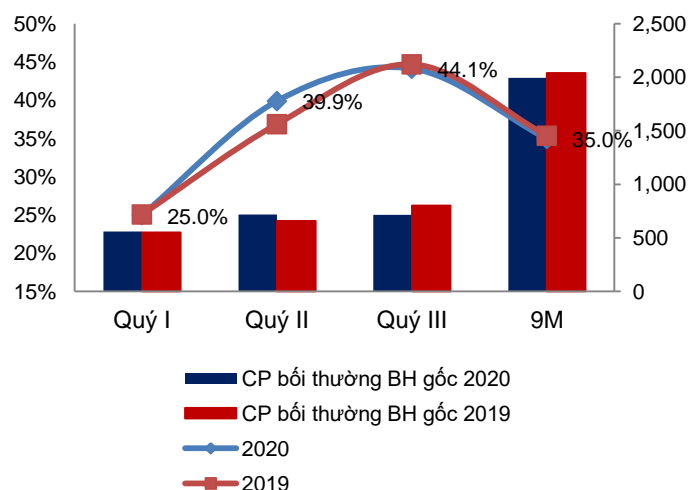
Biên lợi nhuận gộp quý III.2020 đã cải thiện đạt 15% so với 13% cùng kỳ năm ngoái. Mặc dù doanh thu thuần giảm 6% so với cùng kỳ, đạt 1,169 tỷ đồng trong quý nhưng lợi nhuận vẫn được cải thiện do (1) PVI giảm hơn 20 tỷ đồng chi phí kinh doanh cổ phiếu và trích lập dự phòng đầu tư, tương ứng giảm ~48% so với cùng kỳ; (2) Chi phí bồi thường bảo hiểm gốc giảm ~100 tỷ đồng làm giảm giá vốn 9.1% so với năm ngoái. Do tiết giảm chi phí, LNST quý 3 đạt tăng nhẹ đạt 172.4 tỷ đồng (+5.4% yoy).

Doanh thu phí bảo hiểm gốc duy trì ổn định, lũy kế 9 tháng đạt ~5,703 tỷ đồng (-1.16%yoy). Tỷ lệ bồi thường tổn thất 9 tháng đạt 35% phí bảo hiểm gốc, tương đương tỷ lệ cùng kỳ năm ngoái.

Doanh thu phí BH gốc (tỷ đồng)



Loss ratio

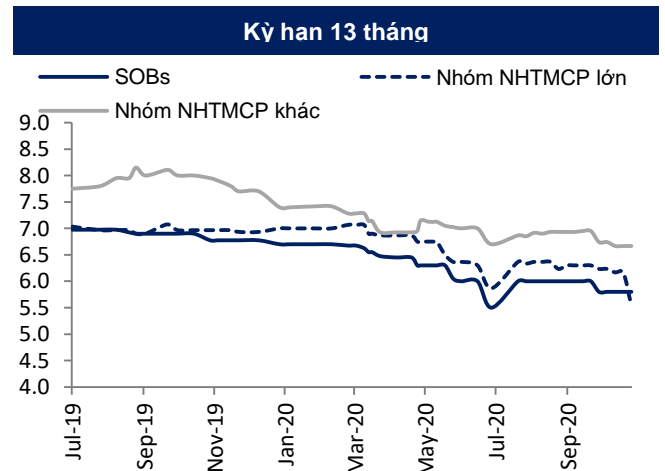
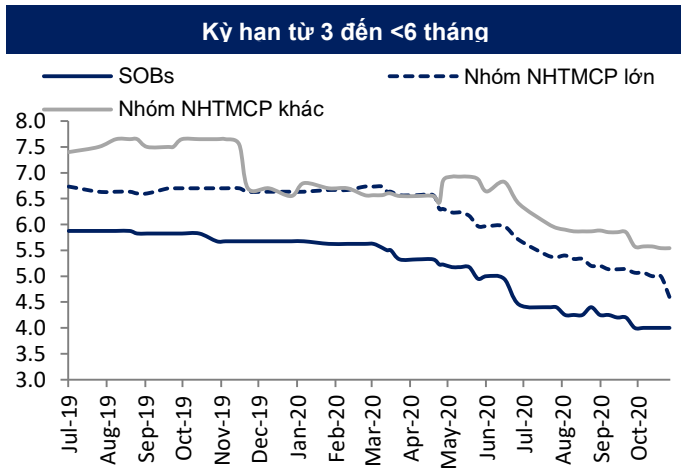


Tổng doanh thu 9 tháng đầu năm của PVI đạt 9,046 tỷ đồng, tương ứng hoàn thành 74% kế hoạch. Do bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh, doanh thu thuần 9 tháng đạt 3,528 tỷ đồng, giảm 22% so với cùng kỳ, tuy nhiên do giảm chi phí bồi thường và các chi phí quản lý doanh nghiệp, LNTT nhích nhẹ 1% đạt 790 tỷ đồng, hoàn thành vượt 5% mục tiêu lợi nhuận cả năm.

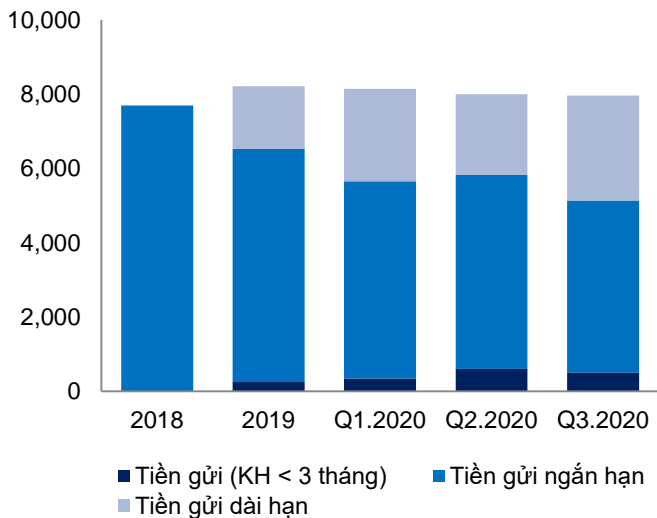
Lãi suất tiền gửi giảm mạnh có thể ảnh hưởng doanh thu lãi tiền gửi trong thời gian tới. Doanh thu tiền gửi 9 tháng đầu năm 473 tỷ đồng. Danh mục đầu tư của PVI có gần 7,500 tỷ đồng tiền gửi, chiếm 71% giá trị danh mục, chủ yếu phân bổ vào tiền gửi ngắn hạn. Trong đầu năm, NHNN đã ba lần điều chỉnh lãi suất điều hành, theo đó các Ngân hàng lần lượt giảm lãi suất tiền gửi từ 1%-2% tùy theo kỳ hạn so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi ước tính lãi tiền gửi của PVI sẽ bắt đầu bị ảnh hưởng vào cuối năm do tiền gửi của PVI chủ

yếu là kỳ hạn ngắn hạn và trung hạn. Tính đến cuối kỳ, lượng tiền gửi tại ngân hàng của PVI đạt 7,969 tỷ đồng, chiếm 35% tổng tài sản.

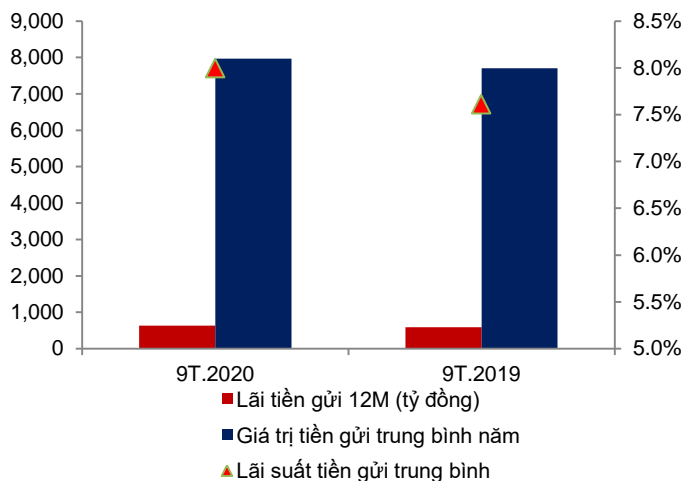
Cơ cấu danh mục của PVI trong 2020 đang có xu hướng tăng tỷ trọng tiền gửi có kỳ hạn dài hạn lên 27% tính đến cuối quý 3.2020 (so với 17% hồi đầu năm), và đồng thời giảm tỷ trọng tiền gửi ngắn hạn xuống 44%.



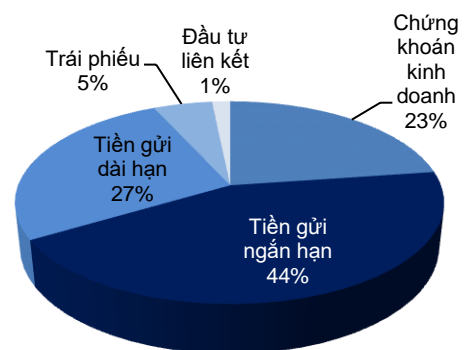
Cơ cấu danh mục tiền gửi ngân hàng của PVI



Lãi suất tiền gửi giảm chưa phản ánh ngay vào lãi tiền gửi của PVI trong 9 tháng đầu năm do khoản đầu tư vẫn tính theo lãi suất hồi đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong năm tới, doanh thu tài chính sẽ chịu ảnh hưởng, ước tính đạt khoảng 550 tỷ đồng năm 2021.



Tỷ trọng danh mục đầu tư tính đến cuối cuối III.2020



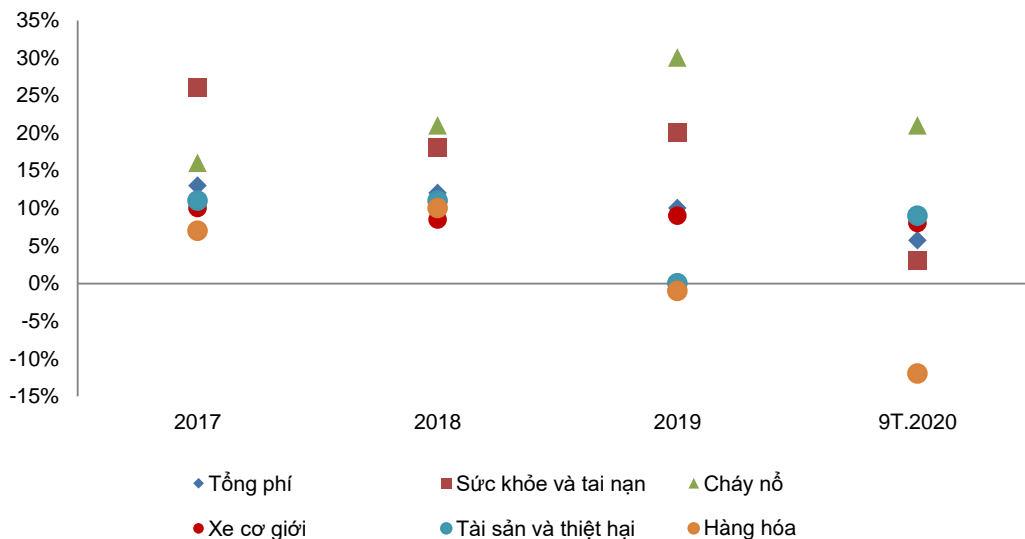
Nguồn: BCTC PVI, PSI tổng hợp

Tỷ lệ bồi thường của PVI duy trì ngang bằng với tỷ lệ trung bình của ngành. Tính đến hết tháng 9 năm 2020, doanh thu thị trường bảo hiểm phi nhân thọ ước đạt 40.969 tỷ đồng, tăng trưởng khoảng 5.7%, chi phí bồi thường 13.996 tỷ đồng với tỷ lệ bồi thường khoảng 34% (chưa bao gồm dự phòng bồi thường).

Mảng bảo hiểm xe cơ giới tiếp tục góp phần duy trì doanh thu cho PVI. Tổng doanh thu phí bảo hiểm xe cơ giới giữ mức độ tăng trưởng ổn định, tăng 8% yoy trong 9 tháng đầu năm. Đây là mảng PVI nắm hơn 12% thị phần, đứng thứ 3 sau Bảo Việt Và PTI. Sau Nghị định số 70/2020/NĐ-CP quy định về mức thu lệ phí trước bạ mới dành cho xe ô tô sản xuất hoặc lắp ráp trong nước giảm 50% so với mức cũ tại Nghị định 20/2019/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 28/6 đến hết năm 2020 thì thị trường mua bán xe đã dần phục hồi, hỗ trợ rất nhiều cho hoạt động của PVI.

Tiềm năng từ mảng bảo hiểm cháy nổ và sức khỏe : Tổng doanh thu bảo hiểm cháy nổ cho thấy tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ lên đến 21% trong bối cảnh nhiều quy định mới chặt chẽ hơn về phòng cháy chữa cháy đã hoặc sẽ có hiệu lực trong năm 2020. Doanh thu bảo hiểm sức khỏe tăng 3% 9T.2020, chiếm hơn 30% tổng doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ và đang dần được đẩy mạnh trở thành xu hướng trong tương lai bởi tâm lý lo âu với các vấn đề sức khỏe xảy ra bất ngờ, đặc biệt là sau dịch bệnh xảy ra. Do đó, PVI có tiềm năng tăng trưởng doanh thu về mảng Bảo hiểm Cháy nổ và Bảo hiểm Sức khỏe nhờ thế mạnh về thương hiệu và tập khách hàng lớn hiện tại.

Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ



Nguồn: IAV, PSI tổng hợp

Điều chỉnh dự phóng doanh thu và lợi nhuận:

Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu phí gốc từ 5% xuống 8% so với năm ngoái do (1) Dự phóng doanh thu mảng bảo hiểm hàng không của PVI giảm 30% so với cùng kỳ (2) Doanh thu phí bảo hiểm 9 tháng đầu năm của PVI đạt 76% kế hoạch năm; đồng thời giảm tỷ lệ bồi thường bảo hiểm gốc xuống 43% cả năm 2020 do trong quý 3 PVI đã giảm 12,5% chi phí bồi thường so với cùng kỳ năm ngoái.

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi cập nhật lại giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp so sánh theo trung bình ngành bảo hiểm phi nhân thọ ở Việt Nam. Với giá trị sổ sách (BVPS) đạt 28,664 đồng/cp, theo phương pháp P/B trung bình, giá trị cổ phần PVI được xác định ở mức giá **32,094 đồng/cp**.

	Combined ratio	Trailing Net income (VND)	ROA (%)	ROE (%)	Market cap (triệu VND)	P/B
PVI	70.92	652,194	2.85	9.10	6,660,853	0.98
VNR	109.98	321,018	4.51	10.50	2,608,411	0.85
BIC	#N/A	257,775	4.61	11.44	2,345,538	1.01
BMI	98.48	201,094	3.43	8.69	2,635,564	1.11
PGI	93.30	182,885	3.07	12.11	1,721,125	1.13
PTI	94.31	223,219	2.91	11.95	1,656,152	0.85
BVH	#N/A	1,278,460	0.96	7.13	41,867,004	1.91
Trung bình						1.12

Báo cáo tài chính

Cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	18,629	16,721	18,732
Tiền tương đương tiền	493	1655	2095
Đầu tư tài chính ngắn hạn	7,795	7,391	8,042
Các khoản phải thu ngắn hạn	9,942	7,345	8,225
Hàng tồn kho	34	15	17
Tài sản ngắn hạn khác	365	314	352
Tài sản dài hạn	3,455	3,694	3,182
Tài sản cố định	353	317	281
Bất động sản đầu tư	1,088	817	782
Đầu tư tài chính dài hạn	1,867	2,464	2,010
Tài sản dài hạn khác	146	97	108
Tổng cộng tài sản	22,083	20,415	21,913
Nợ phải trả	14,858	12,869	14,069
Nợ ngắn hạn	14,784	12,808	14,021
Nợ dài hạn	74	61	48
Vốn chủ sở hữu	7,226	7,546	7,843
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	2,342	2,342	2,342
Thặng dư vốn cổ phần	3,508	3,508	3,508
LNST chưa phân phối	784	1057	1307
Lợi ích của cổ đông thiểu số	256	304	351
Nguồn vốn và quỹ khác	335	335	335
Tổng cộng nguồn vốn	22,083	20,415	21,912

HĐKD (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	5,911	5,091	5,701
Giá vốn hàng bán	5,162	4,239	4,704
Lợi nhuận gộp HĐKD bảo hiểm	750	853	997
Lợi nhuận HĐ tài chính	770	690	553
Chi phí tài chính	135	148	151
<i>Trong đó : Chi phí lãi vay</i>	<i>0.332</i>	<i>0.882</i>	<i>0.332</i>
Chi phí QLDN	512	447	467
LN thuần HĐKD	873	948	932
Lợi nhuận khác	1.0	1.0	1.0
Lợi nhuận kế toán trước thuế	874	949	933
Lợi nhuận sau thuế	702	778	765
LNST của CĐKKS	42.9	47.6	46.8
LNST của Công ty mẹ	659	730	718
EPS (đồng/1 cp)	2,815	3,195	3,065

Chỉ số tài chính	2019	2020F	2021F
Biên lợi nhuận gộp (%)	7.3%	9.5%	10.1%
Biên lợi nhuận (%)	6.8%	8.7%	7.8%
ROE(%)	9.5%	10.1%	9.6%
ROA (%)	3.2%	3.8%	3.5%

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

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Đào Hồng Dương

Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: duongdh@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó Phòng PTDN

Email: thanhd@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông

Email: gianglth@psi.vn

Vũ Huyền Hà My

Bộ phận truyền thông

Email: myvhh@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích

Email: ducnh@psi.vn

Đông Khau Tú

Chuyên viên phân tích

Email: tudk@psi.vn

Nguyễn Hoàng Minh Hương

Chuyên viên phân tích

Email: huongnhm@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên phân tích

Email: phamhoang@psi.vn

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.