

## CTCP Bảo hiểm Petrolimex (PGI- HSX)

### Cơ cấu tài chính lành mạnh bên cạnh KQKD dần cải thiện hiệu quả sinh lợi

#### Quan điểm đầu tư

PGI là doanh nghiệp bảo hiểm lớn, đứng vị trí thứ 5 với thị phần trong nửa đầu năm 2016 là 5,96%. Sau giai đoạn khó khăn 2012 – 2013, hoạt động kinh doanh của PGI đang có dấu hiệu chuyển biến với mảng kinh doanh bảo hiểm dần cải thiện khả năng sinh lời cùng với hoạt động đầu tư ổn định. Việc định hướng phát triển bền vững cũng đã giúp cho PGI duy trì mức tăng trưởng vừa phải, tỷ lệ bồi thường được giảm dần kể từ 2014, chi phí hoạt động được kiểm soát chặt chẽ cùng cơ cấu tài chính khỏe mạnh. Một điểm quan trọng khác, PGI là doanh nghiệp bảo hiểm lớn đang niêm yết duy nhất chưa có đối tác chiến lược nước ngoài. Doanh nghiệp hiện đang gấp rút tìm kiếm đối tác nước ngoài để thực hiện việc tăng vốn từ nay đến 2018. Với vốn bổ sung thêm từ đối tác chiến lược được lựa chọn cẩn thận, PGI sẽ càng có thêm cơ hội để nâng cao năng lực cạnh tranh, hoạt động đầu tư. Cuối cùng, PGI luôn thực hiện việc trả cổ tức bằng tiền đều đặn hàng năm với tỷ lệ 10%. Do đó, PGI được đánh giá phù hợp với những nhà đầu tư dài hạn, ngại rủi ro.

Với mức giá đóng cửa tại ngày 07/09/2016 là 20.700 đồng/cp, PGI hiện đang giao dịch ở mức P/E forward là 12,94x và P/B forward là 1,75x, trong khi P/E và P/B trung bình ngành (loại trừ BVH) lần lượt là 14,32x và 1,19x. Chúng tôi cho rằng PGI đã ở mức giá tương đối hợp lý so với mặt bằng ngành bảo hiểm và đánh giá **trung lập** đối với cổ phiếu này.

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F (**)
Doanh thu thuần từ HĐKD bảo hiểm	1.745	1.896	2.040	2.279
% tăng trưởng	-0,4	8,6	7,6	11,7
Chi bồi thường thuộc TNGL	-776	-836	-888	-1.016
Lợi nhuận từ đầu tư	93	95	120	134
% tăng trưởng	-23,7	2,3	26,6	11,7
Lợi nhuận sau thuế	88	93	113	130
% tăng trưởng	33,3	5,7	21,5	15,0
Tỷ suất LNST (%)	5,1	4,9	5,6	5,7
ROA (%)	2,9	2,5	3,0	3,2
ROE (%)	10,5	11,2	13,8	15,0
EPS (VND)	1.040	1.121	1.599	1.837
EPS đ/chính (VND)	1.040	1.121	1.599	1.837
Giá trị sổ sách (VND)	12.058	11.271	11.841	12.654
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.100	1.200	1.000	1.000
P/E (x)*	8,7	13,9	12,9	11,3
P/BV (x)*	0,7	1,4	1,3	1,2

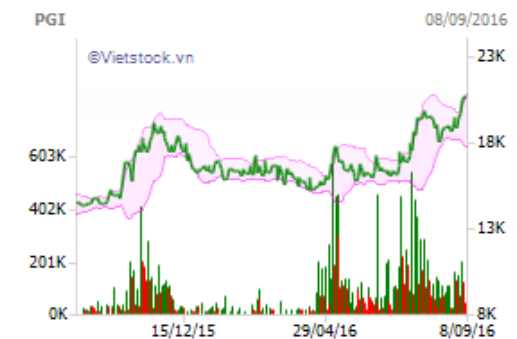
Nguồn: RongViet Research, \* giá đóng cửa ngày 07/09/2016, \*\* chưa tính ảnh hưởng của phát hành thêm

## TRUNG LẬP

Giá thị trường (VNĐ)	20.700
Giá mục tiêu (VNĐ)	20.526
Thời gian đầu tư	<b>DÀI HẠN</b>

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bảo hiểm
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.469
SLCPDLH	70.974.218
Beta	0,26
Free Float (%)	26
Giá cao nhất 52 tuần	20.700
Giá thấp nhất 52 tuần	13.600
KLGD bình quân 20 phiên	88.767



Nguồn: Vietstock

#### Tỷ suất sinh lợi (%)

	3T	6T	1N
PGI	27,3	26,2	54,7
Bảo hiểm	6,5	13,8	39,1
VN30 Index	4,8	12,2	13,9
HSX Index	7,2	16,3	16,3

#### Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn xăng dầu Việt Nam	51,1
NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam	10,0
TCT CP Tái Bảo Hiểm Quốc Gia Việt Nam	8,8
Giới hạn sở hữu NN (%)	49

#### Bùi Vĩnh Thiện

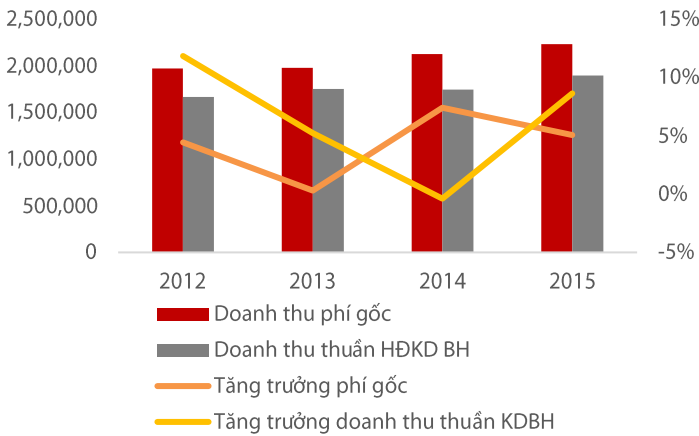
(084) 08- 6299 2006 – Ext 1321

thien.bv@vdsc.com.vn

**Tăng trưởng thấp, áp lực cạnh tranh khiến thị phần giảm nhẹ nhưng khả năng sinh lời từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm đang cải thiện**

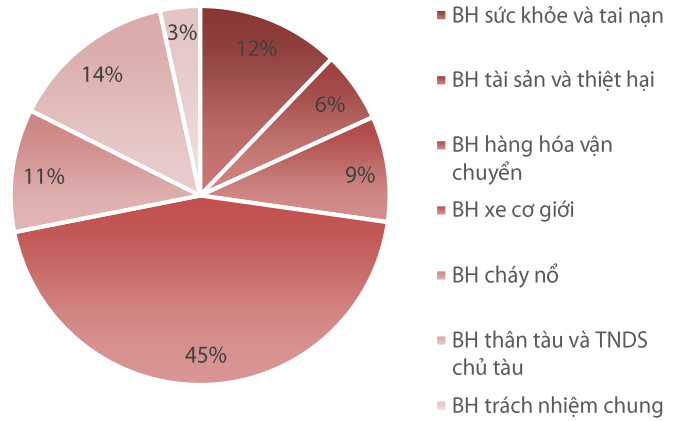
Sự cạnh tranh gay gắt từ nhóm doanh nghiệp bảo hiểm nhỏ như BIC và MIC trong các năm gần đây khiến thị phần bảo hiểm của 4/5 doanh nghiệp đầu ngành (gồm PVI, BVH, BMI, PGI ngoại trừ PTI) sụt giảm. Đối với PGI, tăng trưởng bình quân giai đoạn 2013 – 2015 đạt 4,1%, thấp hơn mức bình quân 9,35% của ngành. Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ của PGI theo đó giảm từ 7,35% vào cuối 2014 xuống 6,55% vào cuối năm 2015.

**Hình: doanh thu phí gốc và thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm (đvt: triệu đồng)**



Nguồn: RongViet Research

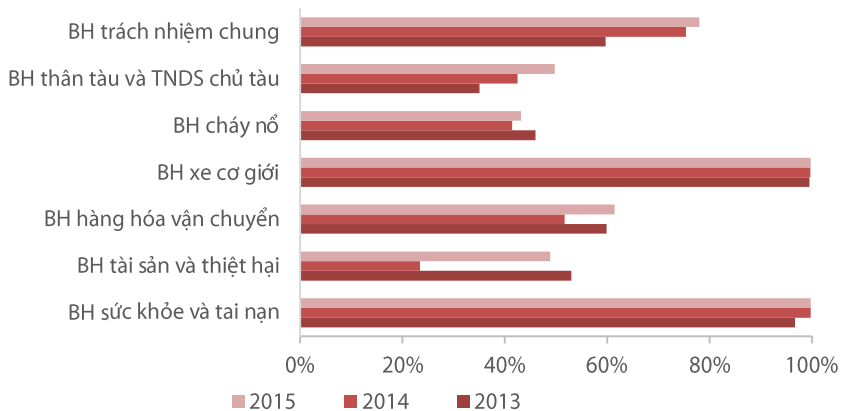
**Hình: tỷ trọng doanh thu phí gốc nghiệp vụ kinh doanh bảo hiểm**



Nguồn: RongViet Research

Những nghiệp vụ đóng góp nhiều nhất trong cơ cấu doanh thu phí gốc của PGI là bảo hiểm xe cơ giới (45%), bảo hiểm thân tàu và TNDS chủ tàu (14%), bảo hiểm sức khỏe và tai nạn (12%), bảo hiểm cháy nổ (11%). Trong các nghiệp vụ đó, bảo hiểm tàu là nghiệp vụ có tốc độ tăng trưởng tốt nhất năm vừa qua, tương ứng 24,1%. Vị trí tiếp theo là bảo hiểm sức khỏe và tai nạn với mức tăng trưởng 9,2%. Bảo hiểm xe cơ giới tuy chiếm tỷ trọng cao nhưng tăng trưởng khiêm tốn 4,8% trong khi bảo hiểm cháy nổ suy giảm 10,9% sau khi đã tăng mạnh 70,6% trong năm 2014.

**Hình: Tỷ lệ giữ lại của các nghiệp vụ bảo hiểm**

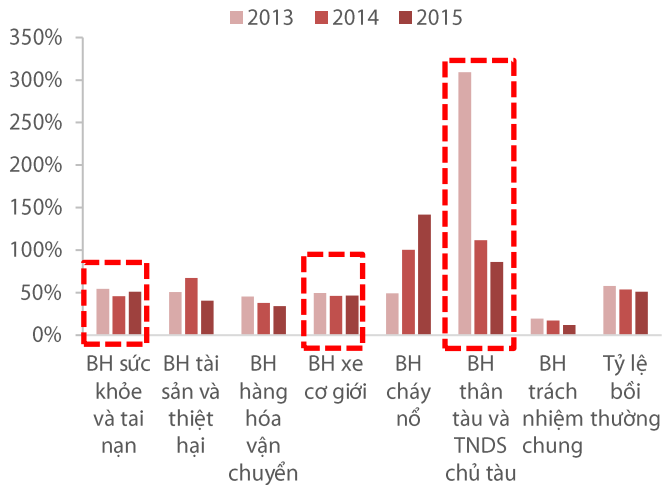


Nguồn: RongViet Research

Tỷ lệ phí giữ lại của PGI dao động từ mức 74% - 77%, tương đương với các doanh nghiệp bảo hiểm bán lẻ trong ngành khác. Mức giữ lại cao nhất là 99% thuộc về 2 mảng bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm sức

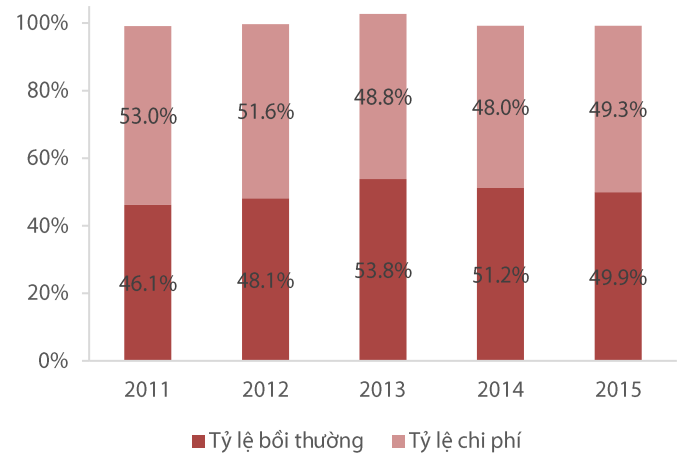
khỏe & tai nạn. Đối với các nghiệp vụ khác như bảo hiểm tài sản, bảo hiểm cháy nổ, bảo hiểm tàu do đặc tính rủi ro cao (các công ty bảo hiểm thường phân loại rủi ro vào nhóm 4 – 5, nhóm rủi ro cao nhất) nên mức phí giữ lại thường thấp, dao động từ 43% đến 49%. Việc cân nhắc tỷ lệ giữ lại ở mức hợp lý cho từng nghiệp vụ là một yếu tố giúp PGI kiểm soát được tỷ lệ bồi thường của mình.

**Hình: Tỷ lệ bồi thường các nghiệp vụ bảo hiểm**



Nguồn: RongViet Research

**Hình: Tỷ lệ bồi thường, kết hợp**

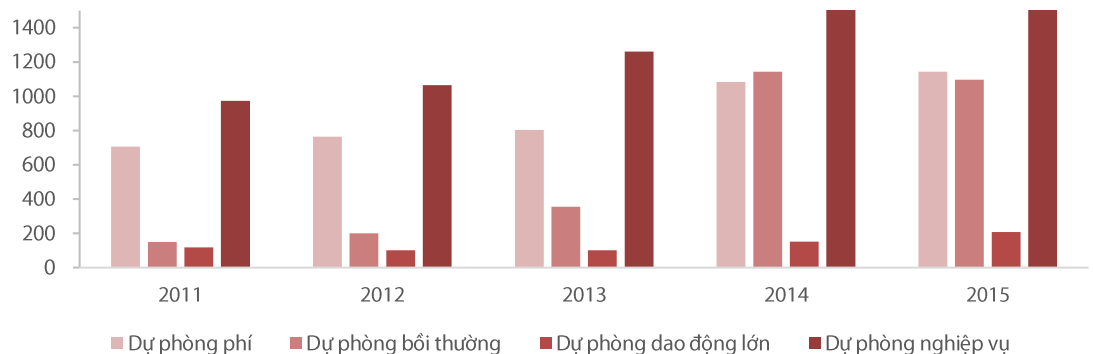


Nguồn: RongViet Research

Mặc dù doanh thu phí bảo hiểm thuần chỉ tăng nhẹ 8,6% nhưng tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ chi phí kinh doanh bảo hiểm được kiểm soát tốt. Trừ trường hợp bảo hiểm cháy nổ có tỷ lệ bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại tăng từ 100,5% lên mức 141,6% trong giai đoạn 2014 – 2015 thì các nghiệp vụ khác đều có tỷ lệ bồi thường giảm dần. Trong số đó có thể kể đến như tỷ lệ bồi thường bảo hiểm hàng hóa, giảm từ mức 45,6% (năm 2013) còn 34,1% (năm 2015) hay mức bồi thường cho nghiệp vụ bảo hiểm thân tàu và trách nhiệm dân sự chủ tàu cải thiện rất tốt khi giảm liên tục từ 2013 đến 2015 từ mức 309,1% còn 86%. Hai nghiệp vụ đóng góp nhiều trong cơ cấu doanh thu phí giữ lại của PGI là bảo hiểm sức khỏe, tai nạn và bảo hiểm xe cơ giới tuy không có sự cải thiện đáng kể nhưng luôn được khống chế ở mức 51% và 46%.

Với kết quả như vậy tại các nghiệp vụ trọng yếu, tỷ lệ bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại (tính chung cả tăng/giảm dự phòng bồi thường, số trích dự phòng dao động lớn) nhìn chung giảm liên tục từ năm 2013 – 2015 từ 53,8% còn 49,9%. Tỷ lệ chi phí liên quan đến hoạt động kinh doanh bảo hiểm cũng được quản lý tốt, ổn định trong khoảng 53% - 54% giai đoạn trước 2013 và giảm xuống xung quanh 50% - 51%. Nhờ vậy, tỷ lệ kết hợp của PGI duy trì ở mức 99,2% trong 2 năm 2014 – 2015 qua và lợi nhuận thuần từ kinh doanh bảo hiểm ghi nhận mức tăng 9,7% trong năm 2015.

**Hình: Trích lập dự phòng nghiệp vụ (đvt: tỷ đồng)**



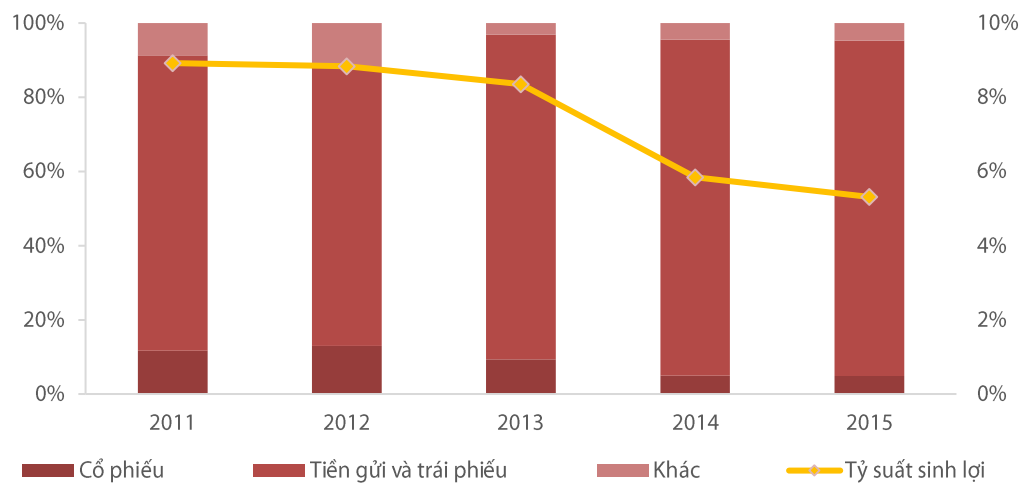
Nguồn: RongViet Research



Việc kiểm soát rủi ro của PGI trong kinh doanh bảo hiểm còn thể hiện ở việc công ty trích lập dự phòng nghiệp vụ cao. Trong năm 2014 – 2015, tỷ lệ trích lập dự phòng bồi thường của PGI tăng lên mức 50% (2014) và 46% (2015) từ mức khoảng 20% những năm trước đó. Ngoài ra, một điểm đáng chú ý nữa là trong khi các công ty trong ngành thường chọn tỷ lệ trích lập dự phòng dao động lớn 1% trên tổng phí giữ lại (theo quy định của Bộ Tài chính là từ 1% - 3%, tùy doanh nghiệp lựa chọn) thì PGI lại chọn tỷ lệ cao nhất là 3%. Nếu giả định PGI chọn tỷ lệ 1% thì lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp sẽ cải thiện được 37,1 tỷ đồng. Có lẽ, sau các vụ việc bồi thường lớn trong năm 2014 cho các thiệt hại từ các cuộc bạo động tại Bình Dương, Đồng Nai, công ty nhận thấy việc trích lập như vậy là cần thiết và phù hợp với định hướng phát triển bền vững của mình. Tóm lại, việc trích lập dự phòng cao làm (1) giảm giá trị sổ sách của doanh nghiệp, (2) ảnh hưởng đến lợi nhuận kinh doanh nhưng lại đảm bảo tình hình tài chính cho PGI.

**Hoạt động đầu tư mang lại lợi nhuận ổn định**

**Hình: Cơ cấu danh mục và hiệu suất đầu tư của PGI**



Nguồn: RongViet Research

**Mảng đầu tư tài chính đóng vai trò quan trọng khi luôn đóng góp 85% lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh.** Tổng số tiền đầu tư của PGI trong năm 2015 tăng thêm 168 tỷ đồng. Sự an toàn tiếp tục được PGI ưu tiên với việc doanh nghiệp phân bổ 88,64% danh mục đầu tư vào tiền gửi, trong đó tỷ lệ tiền gửi có kỳ hạn dưới một năm và tiền gửi kỳ không kỳ hạn lần lượt là 97% và 3%. Trong năm 2012, biên thanh toán của PGI cao hơn biên khả năng thanh toán tối thiểu (25% phí giữ lại của doanh nghiệp) là 137,84%. Tỷ lệ này ở mức rất thấp trong năm 2013 (112,58%) sau khi PGI tăng trích lập dự phòng thêm 195 tỷ đồng (+18,32% so với năm 2012). Diễn biến này cho thấy việc trích lập dự phòng mạnh tay của PGI tác động rất nhiều đến biên thanh toán của doanh nghiệp. Với quan điểm thận trọng, PGI vẫn duy trì việc trích lập dự phòng ở mức cao kể từ thời điểm 2013. Vì vậy, để duy trì tỷ lệ biên thanh toán/biên thanh toán tối thiểu ở mức an toàn, PGI lựa chọn cách nâng tỷ trọng tiền gửi. Việc cơ cấu phân bổ danh mục đầu tư như vậy, một mặt hoạt động kinh doanh chung của doanh nghiệp được đảm bảo nhưng xét ở khía cạnh hiệu quả đầu tư, tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư chỉ ở mức trung bình, 5,84% trong năm 2014 và 5,31% trong năm 2015 khi mặt bằng lãi suất huy động VNĐ trong năm 2 năm qua tương đối thấp, dao động từ 6,4% - 6,5%. Kể từ giữa năm 2016, lãi suất tiền gửi VNĐ có xu hướng tăng nhẹ 0,5% - 0,7% so với cuối năm 2015. Do đó, với việc phân bổ danh mục đầu tư được dự báo không có nhiều thay đổi với việc ưu tiên tỷ lệ tiền gửi ở mức cao, kết quả hoạt động đầu tư của PGI có thể được cải thiện nhẹ trong năm 2016.

### Kế hoạch tăng vốn dự kiến hoàn thành trong Q3/2016

Cũng như các doanh nghiệp trong ngành khác, PGI đặt kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 1.000 tỷ đồng giai đoạn 2016 – 2018 với mục đích nâng cao khả năng tài chính qua đó nâng cao năng lực cạnh tranh trên thị trường. Cụ thể tại đại hội cổ đông 2015, PGI thông qua phương án phát hành 20% cho cổ đông chiến lược nâng mức vốn điều lệ lên 887 tỷ đồng và dự kiến hoàn thành cuối năm 2015. Tuy nhiên năm vừa rồi PGI vẫn chưa tăng vốn thành công. PGI dự kiến việc tăng vốn có thể hoàn thành trong năm 2016. Theo dự kiến, khoản tiền thu về từ việc tăng vốn, PGI sẽ đầu tư xây dựng thêm cơ sở tại Hồ Chí Minh nhằm đẩy mạnh hơn hoạt động kinh doanh bảo hiểm. Được biết doanh thu từ khu vực thành phố Hồ Chí Minh đóng góp bình quân khoảng 22% tổng doanh thu của PGI trong các năm qua.

### Cập nhật nhanh KQKD nửa đầu năm 2016 và dự báo kết quả kinh doanh cả năm 2016 của PGI

6 tháng đầu năm, doanh thu phí bảo hiểm gốc của PGI ước đạt 1.170 tỷ đồng, tăng 7,6% so với cùng kỳ năm 2015 và hoàn thành 50% kế hoạch năm 2016. Tỷ lệ bồi thường gốc các nghiệp vụ ước tính ở mức 37,5% so với cùng kỳ năm 2015. Theo đó, lợi nhuận trước thuế PGI ghi nhận là 78 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ năm 2015 và hoàn thành 65% kế hoạch lợi nhuận.

Cho cả năm 2016, chúng tôi dự báo doanh thu phí gốc của PGI có thể tăng 8,1% so với năm 2015. Tỷ lệ bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại cải thiện nhẹ, ở mức 48,02% trong khi tỷ lệ chi phí chúng tôi cho rằng sẽ vẫn duy trì ở mức 51%. Theo đó, tỷ lệ kết hợp được dự báo ở mức 99,12% và như vậy PGI sẽ tiếp tục có lãi nhẹ từ nghiệp vụ kinh doanh bảo hiểm. Tỷ suất đầu tư dự kiến đạt 6,62% giúp cho lợi nhuận hoạt động đầu tư cải thiện 25,56% so với năm 2015. Do đó, lợi nhuận trước thuế ước tính của PGI cho năm tài chính 2016 vào khoảng 140 tỷ đồng, tăng 21,74% so với năm 2015 và vượt 16,67% kế hoạch kinh doanh 2016. EPS 2016 dự kiến đạt 1.551 đồng/cổ phiếu. Với mức giá hiện tại là 20.700 đồng/cp, PGI hiện đang giao dịch ở mức P/E forward là 12,94x và P/B forward là 1,75x.

### Bảng: P/B, P/E của các doanh nghiệp trong ngành (không tính BVH)

STT	Mã	Tên doanh nghiệp	P/E	P/B
1	ABI	BH NH Nông Nghiệp	7,47	1,22
2	BIC	Bảo hiểm BIDV	26,68	2,05
3	BLI	Bảo hiểm Bảo Long	16,43	0,58
4	BMI	Bảo hiểm Bảo Minh	16,17	1,08
5	PTI	Bảo hiểm Bưu điện	7,76	1,28
6	PVI	Bảo hiểm PVI	11,45	0,94
<b>Trung bình</b>			14,32	1,19

## BÁO CÁO CẬP NHẬT NHANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

### Hệ thống mạng lưới

#### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

#### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

#### Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**