

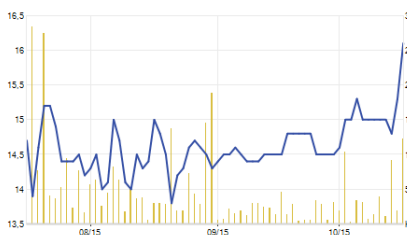
Ngành Bảo Hiểm
Ngày 30 tháng 10 năm 2015

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP
TỔNG CTCP BẢO HIỂM PETROLIMEX**

PGI – Khuyến nghị MUA



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	20,149
Giá thị trường (29/10/2015)	17,100
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	69.5
Vốn hóa (tỷ)	1,064
Giá trị sổ sách/cp	12,300
Sở hữu nước ngoài	0.61%
Giá hiện tại (đ/cp)	17,100
KLTB 10 ngày (cp)	34,571
Giá thấp nhất 52T (đ)	7,411
Giá cao nhất 52T (đ)	17,300
+/- 7 ngày qua	-3.5%
+/- 1 tháng qua	+10%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA trung và dài hạn** cổ phiếu PGI với giá mục tiêu 1 năm là 20,149 đồng/cp, tăng 18% so với mức giá đóng cửa ngày 29/10/2015 dựa trên phương pháp định giá PB và PE.

Kết quả kinh doanh 2014 và 1H2015 khả quan. Năm 2014, PJICO ghi nhận 2,123 tỷ doanh thu phí bảo hiểm gốc và 110 tỷ lợi nhuận trước thuế, tăng lần lượt là 7.3 %yoy và 27% yoy. Tỷ lệ bồi thường bảo hiểm gốc đạt 48.3%, giảm mạnh từ mức 53.5% của năm 2013. Trong 1H 2015, công ty ghi nhận 1,087 tỷ doanh thu, + 6.7% yoy và 65.27 tỷ LNTT, +24.8% yoy. Mức tăng được đóng góp chủ yếu từ hoạt động kinh doanh nghiệp vụ bảo hiểm (+119%) và lợi nhuận bất thường từ bất động sản đầu tư.

Cho nửa sau 2015 và các năm tới, chúng tôi nhận định kết quả kinh doanh của PJICO đạt mức tăng trưởng tốt:

- (1) **Nghiệp vụ bảo hiểm tiếp tục được định hướng phát triển bền vững**, sẽ giúp kiểm soát rủi ro và nâng cao khả năng sinh lời trong phân mảng nghiệp vụ bảo hiểm. Ngoài ra, sự tăng trưởng của nền kinh tế và những văn bản luật bảo hiểm tạo điều kiện thuận lợi cho sự tình hình kinh doanh của PJICO trong 2015 và 2016.
- (2) **PJICO là doanh nghiệp bảo hiểm duy nhất còn lại trên sàn chưa có cổ đông chiến lược nước ngoài.** Công ty dự kiến sẽ hoàn thành phát hành 20% cổ phiếu riêng lẻ cho cổ đông ngoại vào cuối 2015. Sự đóng góp của cổ đông ngoại sẽ tăng năng lực bảo hiểm và bổ sung nguồn vốn đầu tư từ năm 2016 của PJICO. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý mặt bằng lãi suất ở mức thấp sẽ ảnh hưởng đến lợi suất đầu tư của PJICO.
- (3) **Việc nới room sở hữu của khối ngoại trong thời gian tới** sẽ mang lại cho ngành bảo hiểm cơ hội để tìm kiếm thêm các cổ đông chiến lược và tăng tỷ lệ sở hữu của khối ngoại trong cơ cấu cổ đông.

Dự báo KQKD 2015: Chúng tôi dự báo doanh thu phí bảo hiểm 2015 của PGI sẽ đạt 2.388 tỷ đồng (+6.9%yoy). LNST của công ty ước đạt 112.1 tỷ (+27.1% yoy), tương ứng với EPS forward là 1,600 VND/cp. Cổ tức được dự báo sẽ duy trì ở mức 9%/năm.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	6T 2015
DTT (tỷ đ)	1,489.3	1,665.4	1,752.3	1,745.4	878.2
% tăng trưởng yoy		11.8%	5.2%	-0.4%	6.1%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,993.1	2,074.5	2,402.4	3,647.3	3736.6
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	844	848.9	824.7	855.8	830.6
Vốn điều lệ (tỷ đ)	709.7	709.7	709.7	709.7	709.7
LN thuần (tỷ đ)	134.3	129.5	75.3	106.6	65.05
Biên LN thuần	9.0%	7.8%	4.3%	6.1%	7.4%
LN sau thuế (tỷ đ)	103.5	99.2	65.9	88.2	54.4
EPS	1,488	1,426	947	1,268	782
ROE	12.5%	11.7%	7.9%	10.5%	15.3%
ROA	5.6%	4.9%	2.9%	2.9%	2.9%
ROS	7.8%	6.5%	4.0%	5.3%	6.2%

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Bảo Hoàng Lê
Email: lenbh@bsc.com.vn
Tel: + 84 4 39352722 (108)

TỔNG QUAN PGI

Tên công ty	Tổng CTCP Bảo Hiểm Petrolimex PJICO
Tên giao dịch	Tổng CTCP Bảo Hiểm Petrolimex PJICO
Địa chỉ	Tầng 21, 22 Tòa nhà Mipec 229 Sơn Tây, Quận Đống Đa, Tp. Hà Nội
Điện thoại	+84 (4) 377-60867
Fax	+84 (4) 377-60868
Email	pjico@pjico.com.vn
Vốn điều lệ	709 tỷ đồng
Lĩnh vực hoạt động	Bảo hiểm phi nhân thọ Nghịệp vụ tái bảo hiểm Đầu tư tài chính

Lịch sử hình thành

- Công ty cổ phần Bảo hiểm Petrolimex là doanh nghiệp cổ phần được thành lập theo Giấy phép số 1873/GP-UB ngày 15/06/1995 do Chủ tịch Ủy ban nhân dân thành phố Hà Nội cấp với thời gian hoạt động là 25 năm.
- Ngày 15/6/1995, VDL công ty là 32.042.000.000 đồng.
- Công ty trải qua 4 lần tăng vốn điều lệ trước khi niêm yết, và vốn điều lệ của công ty được giữ ở 709.7 tỷ đồng cho đến nay
- Ngày 29/07/2011 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán HOSE với mã PGI

Danh sách công ty con

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu
Công ty TNHH MTV Cứu Hộ PJICO Hải Phòng	100%

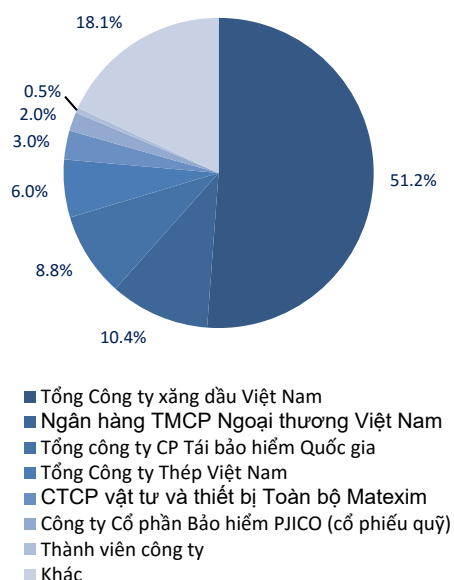
Danh sách cổ đông lớn

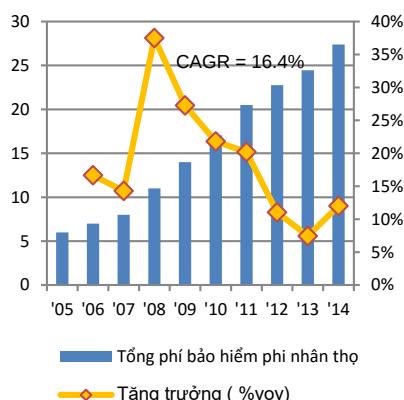
Tên cổ đông	Số lượng cp nắm giữ	Tỷ lệ
Tổng Công ty xăng dầu Việt Nam	36.33 triệu	51.12%
Ngân hàng TMCP Ngoại thương VN	7.12 triệu	10.4%
Tổng CTCP Tái bảo hiểm Quốc gia Việt Nam	6.24 triệu	8.8%
Tổng công ty thép Việt Nam	4.23 triệu	6.02%

Cơ cấu cổ đông của PJICO khá đặc biệt với 4 cổ đông lớn chiếm tới hơn 75% công ty. Cơ cấu cổ đông dự kiến có nhiều thay đổi trong các năm tới do PJICO đang có kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 1000 tỷ đồng từ nay đến 2018. Trong đó, 17.7 triệu cổ phiếu sẽ được phát hành cho cổ đông chiến lược nước ngoài vào cuối năm 2015.

Triển vọng nói room trong thời gian tới sẽ giúp PJICO thu hút thêm đầu tư từ các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức nước ngoài. Hiện nay cổ đông nước ngoài mới chỉ nắm giữ 0.61% giá trị công ty.

Cơ cấu cổ đông



NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ VIỆT NAM
A) THỰC TRẠNG NGÀNH
Phân khúc bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam


Được thành lập vào năm 1995, ngành bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam đã có sự tăng trưởng nổi bật. CAGR của tổng doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ đạt mức tăng trưởng 16.4% trong thập kỷ qua, cao hơn nhiều so với mặt bằng chung của các nước trong khu vực châu Á vào khoảng 10%-12%, theo báo cáo của BMI. Những năm gần đây, sức tăng trưởng của ngành đã có dấu hiệu chững lại khi chỉ đạt 7.3% cho năm 2013, trước khi khởi sắc trở lại trong năm 2014 ở mức 12.4%.

Vị thế của thị trường bảo hiểm ở Việt Nam vẫn chưa tương xứng với tiềm lực của ngành. Mặc dù có mức tăng trưởng cao so với khu vực, đóng góp của ngành bảo hiểm phi nhân thọ vào GDP của Việt Nam đang ở mức từ 0.6% - 0.7% trong suốt 10 năm qua. Con số này thấp hơn nhiều so với mức trung bình 1.6% của các nước Đông Nam Á và 2.3% của các nước phát triển. Lý do cho việc tỷ trọng GDP thấp của ngành bảo hiểm Việt Nam là (1) Nhận thức của người dân về mục đích và giá trị của bảo hiểm vẫn còn hạn chế và (2) thiếu lực lượng lao động có chất lượng trong ngành bảo hiểm.

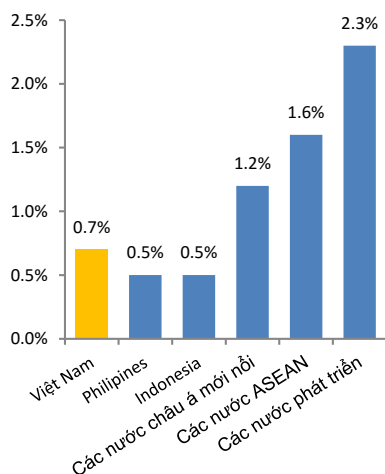
Mặc dù doanh thu có sức tăng trưởng tốt, nghiệp vụ bảo hiểm gốc ở Việt Nam gặp khó khăn do tỷ lệ bồi thường ở các mảng bảo hiểm đang ở mức rất cao. Xét trong số các công ty niêm yết, tổng chi phí nghiệp vụ bảo hiểm ở mức 97% – 104% tổng phí bảo hiểm gốc, do đó lợi nhuận của ngành chủ yếu đến từ hoạt động đầu tư.

Các doanh nghiệp đầu ngành đã có sự chú trọng hơn về quản lý rủi ro. Việc các doanh nghiệp nhỏ giảm phí thấp, trích lập hoa hồng cao, và không thực hiện các công tác kiểm định kỹ càng, nhằm giành giật khách hàng và tăng thị phần đã diễn ra khá phổ biến trong thời kỳ 2010-2012. Kết quả là tỷ lệ bồi thường thực tăng mạnh từ mức 47.7% năm 2009 lên 50.2% năm 2011 và 53.7% năm 2012. Trước tình hình mức bồi thường cao gây nên hiện tượng thua lỗ, các doanh nghiệp lớn đã có sự thay đổi trong công tác quản lý, tập trung phát triển bền vững hiệu quả thay vì phát triển doanh thu. Điều này đã giúp giảm tỷ lệ thực bồi thường trong năm 2014 xuống còn 45%.

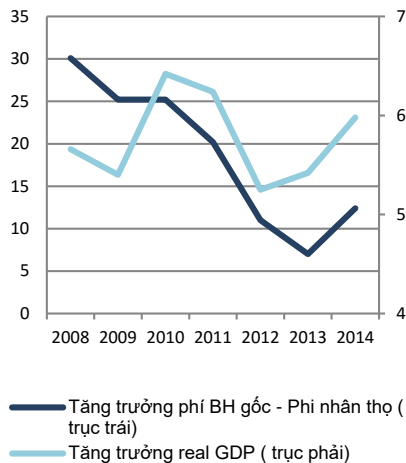
B) TRIỂN VỌNG NGÀNH

Những yếu tố tích cực của nền kinh tế Việt Nam là điều kiện thuận lợi cho sức tăng trưởng doanh thu của ngành bảo hiểm phi nhân thọ trong vòng 1-2 năm tiếp theo. Theo dự báo của ANZ, GDP Việt Nam đang ở mức cao ổn định vào khoảng 6.5%, là mức cao thứ 2 trên toàn thế giới. Khi kinh tế khởi sắc, đầu tư xây dựng và sản xuất tăng, kéo theo nhu cầu về bảo hiểm tài sản thiệt hại, bảo hiểm hàng hoá, và bảo hiểm cháy nổ. Bên cạnh đó, kết quả kinh doanh thuận lợi của các doanh nghiệp dẫn đến sức tăng thu nhập bình quân đầu người của người dân, làm tăng nhu cầu về bảo hiểm xe cộ và nhu cầu về bảo hiểm sức khỏe con người. Do vậy, chúng tôi tin tưởng nền kinh tế Việt Nam đang hồi phục và sẽ kéo theo sự phát triển của ngành bảo hiểm Việt Nam trong những năm tới.

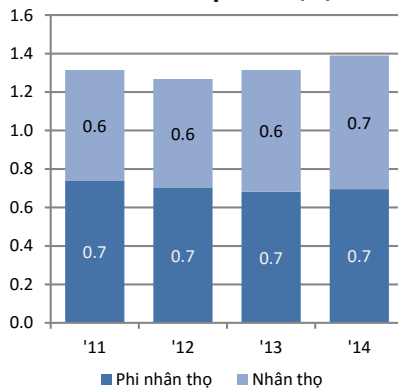
Chính phủ có đã có nhiều văn bản luật hỗ trợ sự phát triển ngành bảo hiểm: (1) quy định về tiêu chuẩn kế toán dành cho doanh nghiệp bảo hiểm giúp làm minh bạch hơn hoạt động của các công ty; (2) quy

Tỷ trọng tổng phí bảo hiểm trên GDP 2013


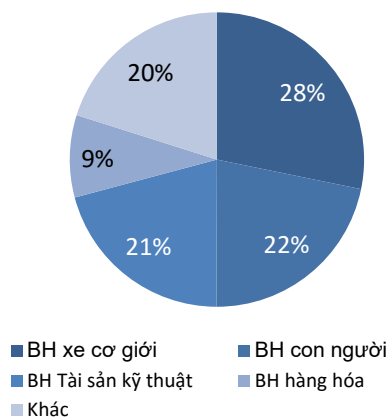
Ngành bảo hiểm phi nhân thọ VN vs. Tăng trưởng real GDP



Đóng góp của phí bảo hiểm vào GDP Việt Nam (%)



Cơ cấu doanh thu ngành bảo hiểm phi nhân thọ - 2014



định về mức trần phí hoa hồng hay mức sàn của tỷ lệ phí bảo hiểm xe cơ giới nhằm hạn chế cạnh tranh không lành mạnh; (3) quy định yêu cầu bắt buộc bảo hiểm cháy nổ để gia tăng sự tham gia của người dân và các đơn vị; và (4) dự thảo Bộ Luật hình sự đã bổ sung hành vi trục lợi trong kinh doanh bảo hiểm như một tội danh hình sự, có thể bị phạt tiền và thậm chí phạt tù. Những văn bản luật này sẽ thúc đẩy sự phát triển của ngành đến gần hơn với mục tiêu được đề ra của thủ tướng chính phủ cho tổng phí bảo hiểm toàn ngành (nhân thọ và phi nhân thọ) đạt mức 2 - 3% của GDP năm 2015, và đạt mức 3 - 4 % vào năm 2020. Cho đến 2014, mức đóng góp này chỉ đạt 1.4%, thấp hơn nhiều so với mục tiêu 2% đề ra.

Các doanh nghiệp đầu ngành đang có những kế hoạch tăng vốn. Thông tư số 86 của bộ tài chính quy định doanh nghiệp bảo hiểm chỉ được phép giữ lại mức trách nhiệm tối đa trên mỗi rủi ro hoặc trên mỗi tổn thất riêng lẻ không quá 5% vốn chủ sở hữu, cùng với đề án giảm tỷ lệ sở hữu ngoài ngành của các doanh nghiệp nhà nước đã thúc đẩy các doanh nghiệp bảo hiểm tăng vốn điều lệ. Việc tăng vốn sẽ giúp nâng cao năng lực hoạt động bảo hiểm của các công ty, đồng thời giúp giảm tỷ trọng sở hữu của các cổ đông nhà nước về mức cho phép theo đề án thoái vốn ngoài ngành của chính phủ. Các công ty BIC, BMI, PTI, PGI đều đã tăng vốn hoặc đang có kế hoạch tăng vốn và đều hướng tới tìm kiếm các cổ đông chiến lược nước ngoài. Sự tham gia của các cổ đông chiến lược nước ngoài trong những năm sắp tới có thể làm thay đổi đáng kể bối cảnh hiện tại của ngành bảo hiểm, khi họ mang đến các tiềm năng về quản lý, công nghệ kỹ thuật, và nguồn vốn cho các doanh nghiệp bảo hiểm Việt Nam.

NGHIỆP VỤ KINH DOANH BẢO HIỂM

Bảo hiểm phi nhân thọ rất đa dạng về mặt sản phẩm, tuy nhiên 70% thị phần của ngành thuộc về: Bảo hiểm xe cơ giới (28%), bảo hiểm tài sản và thiệt hại (22%), và bảo hiểm sức khỏe và tai nạn con người (21%).

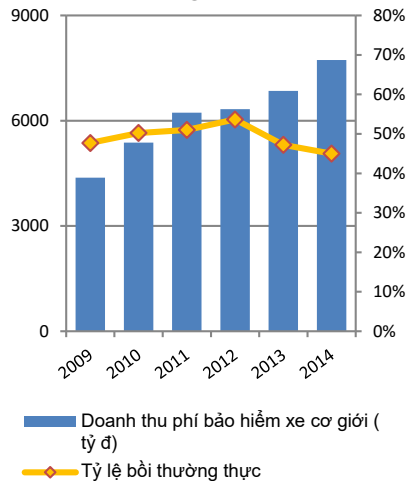
1. Bảo hiểm xe cơ giới:

Chiếm tỷ trọng cao nhưng sức tăng trưởng đang chững lại. Với ưu thế là một trong những bảo hiểm bắt buộc, bảo hiểm xe cơ giới chiếm tỷ trọng cao nhất, khoảng 28% tổng doanh thu của ngành. Mảng sản phẩm này tăng trưởng CAGR 12% trong 5 năm gần đây, thấp hơn so với mức tăng trưởng chung của ngành là 14.4%. Hiện nay, các doanh nghiệp bảo hiểm đầu ngành không có động lực chú trọng đẩy mạnh kinh doanh mảng bảo hiểm này vì: (1) phí bảo hiểm cho từng xe cơ giới thấp, (2) sự cạnh tranh cao và hiện tượng cạnh tranh không lành mạnh khiến chi phí tìm kiếm khách hàng quá cao so với doanh thu, (3) hiện tượng trục lợi bảo hiểm ở mức khó kiểm soát, và (4) thủ tục bồi thường phức tạp.

Triển vọng của ngành khả quan:

- Tỷ lệ thâm nhập thấp và sức tăng trưởng tốt.** Theo thống kê của Ủy ban ATGT Quốc gia, Việt Nam năm 2013 có hơn 40 triệu xe máy và 2 triệu ô tô, trong đó tỷ lệ số xe có bảo hiểm bắt buộc lần lượt là 30% và 90%. Mức tăng mỗi năm ước tính là 3 triệu xe máy và 100 nghìn ô tô. Tỷ lệ số xe có bảo hiểm ở mức thấp và sức tăng trưởng cao là điều kiện để phân khúc bảo hiểm xe cơ giới có thể phát triển về doanh thu trong những năm tới.

Phân khúc bảo hiểm xe cơ giới



- **Những văn bản luật quy định về biểu phí sản và hình sự hóa trực lợi bảo hiểm sẽ giúp lành mạnh hóa thị trường bảo hiểm xe cơ giới.** Tháng 5/2015, bộ tài chính ra quyết định áp dụng mức biểu phí sản bắt buộc cho xe ô tô là 1.5%, tạo nên mức tăng trung bình khoảng 20% về phí bảo hiểm gốc trên thị trường. Bên cạnh đó, việc bổ sung hành vi trực lợi trong kinh doanh bảo hiểm như một tội danh hình sự, nếu được thông qua, sẽ giúp thay đổi đáng kể tình hình trực lợi bảo hiểm vốn rất nghiêm trọng trong mảng xe cơ giới hiện nay.

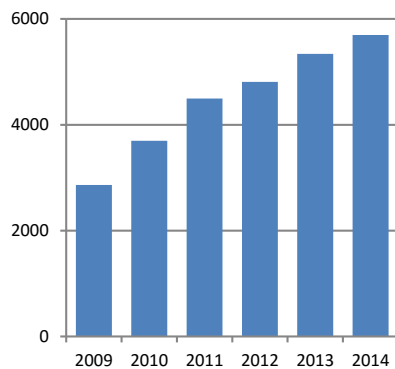
2. Bảo hiểm tài sản thiệt hại

Phân khúc bảo hiểm tài sản thiệt hại có mức tăng trưởng cao 5 năm vừa qua, nhưng có nhiều biến động trong hoạt động bồi thường. Trong khoảng 2009 – 2014, mức tăng trưởng CAGR của phân khúc bảo hiểm tài sản thiệt hại là 14.75%. Trong năm 2014, sự kiện dãn khoan 981 đã gây nên thiệt hại nặng nề cho ngành bảo hiểm phi nhân thọ, ước tính lên tới 2000 tỷ đồng, ảnh hưởng tới 27 trong số 29 doanh nghiệp bảo hiểm. Tuy vậy, 70% giá trị các hợp đồng đã được tái bảo hiểm, làm giảm bớt tác động của sự kiện lên các doanh nghiệp bảo hiểm.

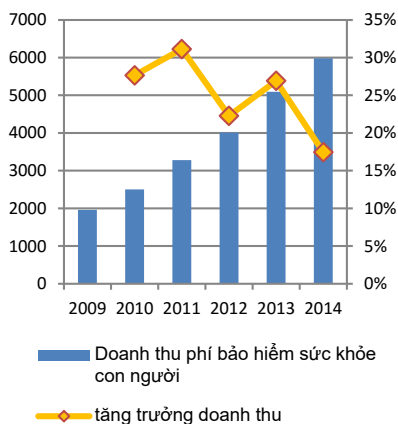
Tiềm năng tăng trưởng doanh thu tốt:

- **Bảo hiểm cháy nổ bắt buộc:** Thông tư liên tịch 214 yêu cầu bắt buộc các chủ đầu tư và chủ căn hộ chung cư mua bảo hiểm cháy nổ các nhà chung cư cao tầng vào tháng 2/2014. Mặc dù vậy, số lượng chủ căn hộ chung cư tham gia bảo hiểm vẫn còn ở mức thấp do vấn đề nhận thức của người dân và hoạt động tuyên truyền chưa được đẩy mạnh. Năm 2015, bộ tài chính đang phối hợp cùng Hiệp hội bảo hiểm Việt Nam đang có những kế hoạch về tuyên truyền và thúc đẩy nhận thức của người dân đối với bảo hiểm cháy nổ.
- **Thị trường bất động sản ấm lên:** Theo Savills, khoảng 65.600 căn hộ từ 102 dự án sẽ gia nhập thị trường TPHCM từ 2015 – 2017, và khoảng 14.200 căn hộ từ 25 dự án sẽ được mở bán tại Hà Nội đến cuối 2016. Chúng tôi cho rằng năm 2015, phân khúc tài sản thiệt hại, và đặc biệt là mảng cháy nổ sẽ vẫn duy trì mức tăng trưởng tốt, nhờ vào sự chú trọng về mặt chính sách và sự phục hồi của thị trường bất động sản.

Doanh thu phí bảo hiểm tài sản và thiệt hại (tỷ đ)



Doanh thu phí bảo hiểm sức khỏe con người

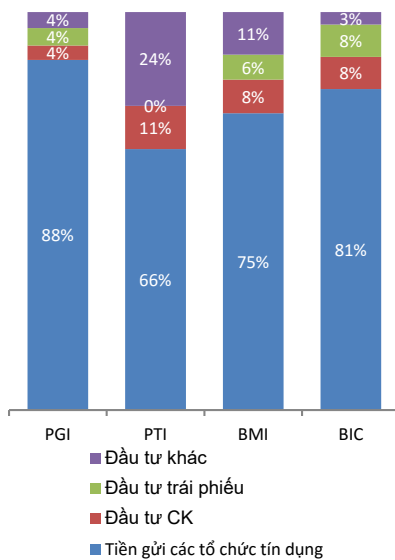


3. Bảo hiểm sức khỏe và tai nạn con người

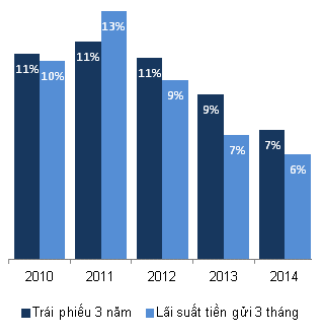
Bảo hiểm sức khỏe và tai nạn con người đã có mức tăng trưởng tốt giai đoạn 2009-2014. Việc thu nhập hộ gia đình dần tăng lên, người dân có nhu cầu cao hơn về sức khỏe và tai nạn, đã giúp cho doanh thu của phân khúc này đạt mức tăng trưởng trung bình ấn tượng là 26% từ 2009 đến 2014. Tuy nhiên, đây cũng là một phân khúc mà hiện tượng trực lợi bảo hiểm rất khó kiểm soát, và tỷ lệ bồi thường ở mức cao, khoảng 43% cho năm 2014 chưa tính đến dự phòng bồi thường.

Phân khúc này có triển vọng khả quan cùng với thu nhập người dân: Mức dân số đông, thu nhập hộ gia đình tăng cùng với sự đi lên của nền kinh tế, và nhận thức về các sản phẩm bảo hiểm đang được

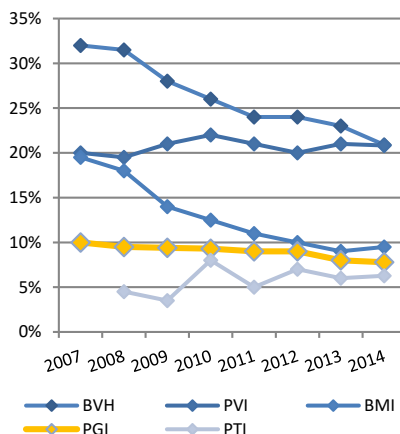
Cơ cấu đầu tư (2014)



Mức lãi suất 2010 - 2015



Thay đổi thị phần bảo hiểm phi nhân thọ



cải thiện sẽ là những điều kiện thuận lợi để phân khúc bảo hiểm này phát triển trong những năm tiếp theo.

HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ

Các công ty bảo hiểm chủ yếu đầu tư rất thận trọng, thể hiện ở việc mức tỷ trọng đầu tư vào tiền gửi cao mặc dù lãi suất thấp. Các doanh nghiệp bảo hiểm đang dành khoảng 75% tổng số tiền đầu tư vào gửi ngân hàng, trong bối cảnh lãi suất giảm mạnh. Lãi suất tiền gửi 3 tháng đã giảm mạnh từ 13% năm 2011 xuống còn 6% trong năm 2014. Tỷ trọng lớn trong cơ cấu đầu tư vào tiền gửi ngân hàng cho thấy các doanh nghiệp bảo hiểm đang gặp khó khăn trong việc tìm kiếm các kênh đầu tư phù hợp.

Trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp là kênh đầu tư hiệu quả nhưng có tỷ trọng thấp, do thời hạn dài hơn (3-5 năm) chưa thực sự phù hợp với nhu cầu dòng tiền ngắn hạn của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ. Tuy nhiên, trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp có bảo lãnh được xem là kênh đầu tư tốt cho các doanh nghiệp bảo hiểm, do đảm bảo được tính an toàn, và mang lại tính cơ động hơn tiền gửi. Các doanh nghiệp bảo hiểm có sự lựa chọn bán trái phiếu đi khi lãi suất hạ xuống, tương đương với giá trái phiếu tăng lên, hoặc giữ trái phiếu trong cơ cấu đầu tư và nhận tiền lãi suất.

Mặt bằng lãi suất thấp trong năm 2015 gây khó khăn cho hoạt động đầu tư. Trong 9 tháng năm 2015 hạ từ 0.5 – 1% so với năm 2014. Điều này khiến tỷ suất đầu tư của năm 2015 giảm sút khi khoảng 75% tổng số tiền đầu tư được cho vào các tài khoản tiền gửi. Chúng tôi dự đoán mặt bằng lãi suất sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong quý 4/2015 gây khó khăn cho hoạt động đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất sẽ có áp lực tăng khi Fed tiến hành nâng lãi suất vào năm 2016, và sẽ giúp hoạt động đầu tư sẽ khả quan hơn.

VI THẾ CỦA PGI

1) Thị phần

Từ 2007 - 2015, PJICO giữ vững vị trí thứ 4 trong thị trường bảo hiểm phi nhân thọ với 8% thị phần, đứng sau Bảo Việt. PVI và Bảo Minh. Trong giai đoạn này, số lượng doanh nghiệp bảo hiểm tăng mạnh, và sự cạnh tranh ngày càng cao đã giảm tính tập trung của thị trường, khiến các doanh nghiệp hàng đầu giảm sút thị phần. Ngoại trừ PVI với sự hậu thuẫn lớn của Tổng công ty dầu khí Việt Nam, các doanh nghiệp đầu ngành khác đều bị mất thị phần nghiêm trọng qua từng năm. Trong bối cảnh cạnh tranh cao, việc thị phần PGI giữ vững thị phần của mình trong suốt 8 năm qua cho thấy công ty đã thành công trong việc giữ lại khách hàng và tăng trưởng bắt kịp với sự phát triển chung của ngành. Từ năm 2014 đến 2018, công ty đặt mục tiêu tăng thị phần doanh thu bảo hiểm gốc lên 9 - 10%.

2) So sánh với ngành

Để nhìn rõ vị thế của PGI trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ, báo cáo sẽ so sánh PJICO với mức trung bình ngành.

Năm 2014	TB	PGI
DTT (tỷ)	2,138	1,745
% Tổng chi bồi thường BH gốc	40.89%	48.29%
% LNT/ DTT	0.04%	0.78%

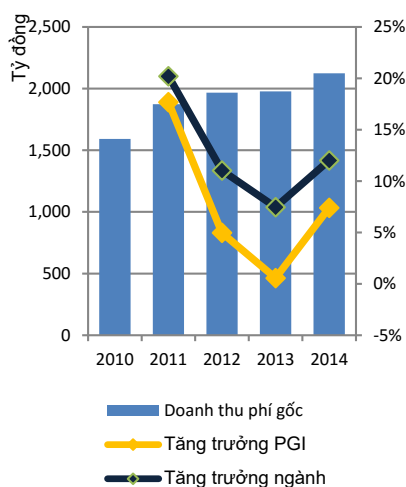
LN hoạt động tài chính/DT hoạt động tài chính	66.07%	71.87%
% LNTT/DTT	7.55%	6.30%
Tổng số tiền đầu tư (tỷ đồng)	1,833	1,551
Lợi suất đầu tư	7.60%	8.30%
ROE	7.60%	10.50%
ROA	2.50%	2.90%

- a) **Hoạt động kinh doanh bảo hiểm của PJICO đang tốt hơn ngành do quản lý chi phí tốt, mặc dù bồi thường cao:** Sau một thời gian ghi nhận lỗ trong nghiệp vụ bảo hiểm, PJICO đã ghi nhận lợi nhuận hoạt động bảo hiểm ở mức 0.78%, cao hơn con số 0.04% của ngành. Tuy vậy, tỷ lệ bồi thường của PJICO đang cao hơn hẳn so với ngành.
- b) **Hiệu suất đầu tư từ vốn nhân rồi của PJICO rất tốt.** lợi suất đầu tư của PJICO trong năm 2014 đạt 8.3%, cao nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết.

TÌNH HÌNH KINH DOANH

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2014 VÀ 1H 2015

Doanh thu bảo hiểm PGI



Trong năm 2014, PJICO đạt doanh thu phí bảo hiểm gốc là 2,123 tỷ đồng, và lợi nhuận trước thuế đạt 110 tỷ đồng, tăng so với 2013 lần lượt là 7.4% và 28.9%. So sánh với mức tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc của ngành, PJICO mức tăng trưởng doanh thu của PJICO đang bị thấp hơn trong những năm gần đây, do:

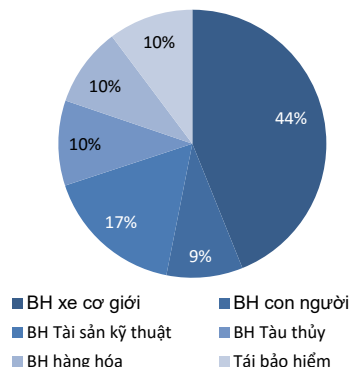
- (1) **Sự cạnh tranh cao từ các doanh nghiệp nhỏ** hơn khiến việc tăng doanh thu trở nên khó khăn hơn cho các doanh nghiệp lớn. So sánh với các doanh nghiệp đầu ngành khác, PGI đang có mức tăng trưởng tốt hơn BMI, BVH và chậm hơn PTI, PVI.
- (2) **Chủ trương kinh doanh phát triển bền vững** và thúc đẩy công tác quản lý rủi ro chặt chẽ được áp dụng từ năm 2013 đã làm chững lại sức tăng trưởng doanh thu.

Tỷ lệ bồi thường đang được cải thiện, nhưng vẫn ở mức cao. Trong năm 2014, tỷ lệ tổng chi bồi thường của công ty là 48.3%, giảm mạnh so với con số 53.7% của năm 2013. Năm 2014 là năm thứ 2 trong công cuộc thay đổi định hướng phát triển bền vững của công ty, và đã có những bước cải thiện đáng kể trong công tác quản lý rủi ro. Tuy nhiên, các chỉ số về bồi thường vẫn đang ở mức rất cao khi so sánh với con số 44% của ngành.

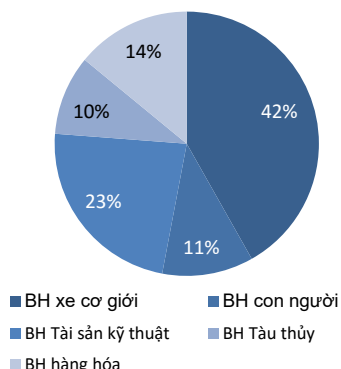
Trong 1H 2015, công ty ghi nhận 1,087 tỷ doanh thu, tăng 6.7% yoy 65.27 tỷ LNTT, 24.8% yoy. Mức tăng được đóng góp chủ yếu từ hoạt động kinh doanh nghiệp vụ bảo hiểm (+119%) và lợi nhuận bất thường từ chuyển nhượng bất động sản. Tỷ lệ bồi thường 6T đầu năm ở mức 35.4%, thấp hơn nhiều so với mức 45.5% của 2014 do không có những biến động địa chính trị như trong nửa năm đầu 2014. Những kết quả khả quan về tình hình bồi thường của 1H 2015 cho thấy sự hiệu quả của công tác phát triển bền vững sau 2 năm được triển khai ở công ty.

Hoạt động kinh doanh của PJICO được chia làm hai mảng chính là hoạt động kinh doanh bảo hiểm gốc và hoạt động đầu tư. Hoạt

Cơ cấu doanh thu bảo hiểm gốc - 2014



Cơ cấu lợi nhuận gộp mảng bảo hiểm - 2014



động kinh doanh bảo hiểm gốc chiếm 93% tổng doanh thu của công ty, nhưng lại chỉ đóng góp 12% lợi nhuận. Nhiệm vụ chính của phân mảng này là đưa về nguồn tiền để đầu tư, và hoạt động đầu tư sẽ tận dụng nguồn vốn nhàn rỗi để đưa lại lợi nhuận chủ yếu cho công ty. Do vậy, cả hai mảng kinh doanh đều đóng vai trò trọng yếu đến sự tình hình hoạt động của công ty.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH BẢO HIỂM GỐC

Cơ cấu doanh thu bảo hiểm gốc của PGI có 3 mảng trọng yếu chiếm đến hơn 70% tổng doanh thu hoạt động bảo hiểm của doanh nghiệp là: Bảo hiểm xe cơ giới, bảo hiểm con người, và bảo hiểm tài sản kỹ thuật.

1) Bảo hiểm xe cơ giới

Phân mảng xe cơ giới là thế mạnh của công ty nhờ kênh bán hàng chuyên biệt. PJICO đứng thứ 2 trên thị trường với 19% thị phần, chỉ sau Bảo Việt 33%. Mảng kinh doanh này chiếm 44% tổng doanh thu và 42% lợi nhuận của PJICO trong năm 2014. Công ty có lợi thế nhất định trong phân khúc này khi có thể kết hợp bán bảo hiểm xe cơ giới ở các đại lý xăng dầu Petrolimex, giúp công ty có được sự phủ sóng rộng trên địa bàn toàn quốc.

Tuy vậy, tình hình kinh doanh của phân khúc này gặp khó khăn trong năm 2014. Tình trạng cạnh tranh không lành mạnh bằng việc giảm phí, cùng với hiện tượng trục lợi bảo hiểm đã khiến PJICO co hẹp hoạt động này trong năm 2014, với mức giảm -1.5% yoy. Tỷ lệ thực bồi thường ở mảng kinh doanh này giảm 3.5% so với 2013 và ở mức 46%. Trong nửa đầu 2015, doanh thu từ nghiệp vụ bảo hiểm xe cơ giới đã tăng trưởng 9% yoy, và mức tỷ lệ thực bồi thường giảm mạnh còn 38.3%.

Triển vọng tốt cho mảng bảo hiểm xe cơ giới nhờ vào sức tăng của ngành và các biện pháp quản lý rủi ro chặt chẽ hơn của công ty. Năm 2015, mảng bảo hiểm xe cơ giới sẽ tiếp tục là mảng kinh doanh trọng yếu của PJICO, với kế hoạch duy trì lợi thế về hệ thống phân phối trong bảo hiểm xe máy và chú trọng sang bảo hiểm ô tô. Từ ngày 1/1/2015, công ty sẽ vận hành giải pháp phần mềm quản lý bồi thường xe cơ giới nhằm kiểm soát tốc độ bồi thường, và chất lượng xử lý bồi thường trên toàn hệ thống, cải thiện chất lượng dịch vụ chăm sóc khách hàng và là nền tảng để cạnh tranh trong những năm tiếp theo.

Chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng bảo hiểm xe cơ giới đạt mức tăng trưởng 8% trong năm 2015, thấp hơn mức tăng trưởng chung của ngành ở mức 12% do cơ chế quản lý rủi ro được áp dụng chặt chẽ hơn ở công ty. Cho các năm tiếp theo, do chủ trương không cạnh tranh phí và co hẹp phân khúc xe máy, chúng tôi ước tính mức tăng trưởng sẽ giảm dần về 5% vào năm 2018. Tỷ lệ bồi thường ước tính giảm xuống về mức trung bình của ngành là 43% trong năm 2015.

2. Bảo hiểm sức khỏe con người

Bảo hiểm con người là phân khúc có mức tăng trưởng tốt nhưng chưa kiểm soát được chi phí bồi thường. Trong năm 2014, doanh thu bảo hiểm sức khỏe của PJICO tăng 22.5% yoy.

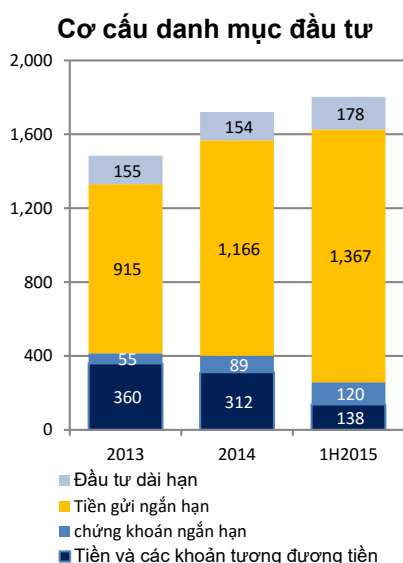
Phân khúc này có tỷ lệ thực bồi thường 44.94% trong năm 2014, giảm so với mức chỉ bồi thường năm ngoái là 49%, nhưng vẫn cao hơn mức trung bình của ngành là 43.12%. Trong 1H2015, PJICO có tỷ lệ bồi thường bảo hiểm gốc của mảng sức khỏe con người tăng mạnh lên 58.7%, do ảnh hưởng của các hợp đồng ký kết năm 2014. Hiện tại, công ty đang làm việc với các bệnh viện để cung cấp các dịch vụ kiểm tra sức khỏe tổng quát cho khách hàng trước khi ký hợp đồng bảo hiểm với công ty. Động thái này đã được áp dụng cho các công ty mạnh hơn ở phân mảng bảo hiểm sức khỏe, và dự kiến sẽ làm giảm tỷ lệ bồi thường của công ty.

Chúng tôi ước tính doanh thu mảng bảo hiểm sức khỏe tăng trưởng 20% năm 2015, giảm nhẹ so với năm 2014 nhưng vẫn cao hơn nhiều so với mức trung bình 16% của ngành. Tỷ lệ bồi thường ước tính ở mức 40% năm 2015 do các biện pháp quản lý rủi ro được áp dụng.

3. Bảo hiểm Tài sản kỹ thuật

Bảo hiểm tài sản kỹ thuật có triển vọng tốt nhờ vào các quy định mới về cháy nổ. Phân khúc tài sản kỹ thuật bao gồm bảo hiểm tài sản thiệt hại và bảo hiểm cháy nổ, đóng góp đến 23% cơ cấu lợi nhuận của mảng kinh doanh bảo hiểm, dù chỉ chiếm 17% tổng doanh thu. Năm 2014, phân khúc này đạt mức tăng trưởng 21%, cao hơn mức tăng trung bình của ngành là 16.3%. Tỷ lệ thực bồi thường của mảng kinh doanh vẫn duy trì ở mức 24%, tuy nhiên mức dự phòng bồi thường tăng mạnh do những thiệt hại liên quan các tai nạn cháy nổ trong năm 2014. Trong 1H 2015, phí bảo hiểm gốc của phân mảng này đạt 172.5.4 tỷ (-14.3% yoy) và tỷ lệ bồi thường tăng mạnh lên 27.4% do phải bồi thường những thiệt hại liên quan của năm 2014.

Chúng tôi ước tính doanh thu tài sản kỹ thuật sẽ tăng trưởng 5% cho bảo hiểm cháy nổ, và giảm 10% cho tài sản thiệt hại trong năm 2015, do cơ chế quản lý rủi ro của công ty. Qua năm 2016, chúng tôi cho rằng phân khúc này sẽ đạt mức tăng trưởng ổn định 10%. Tỷ lệ bồi thường ước tính là 20% cho bảo hiểm tài sản thiệt hại và 40% cho bảo hiểm cháy nổ, do ảnh hưởng của các thiệt hại năm 2014.



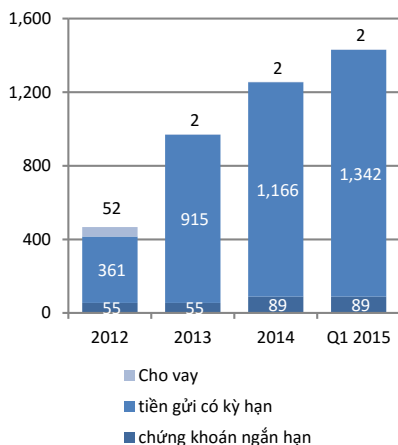
B. CƠ CẤU ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH

Mảng đầu tư tài chính đóng vai trò quan trọng đối với hoạt động của PJICO khi đóng góp tới 87% lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh, mặc dù doanh thu tài chính chỉ chiếm 7% tổng doanh thu.

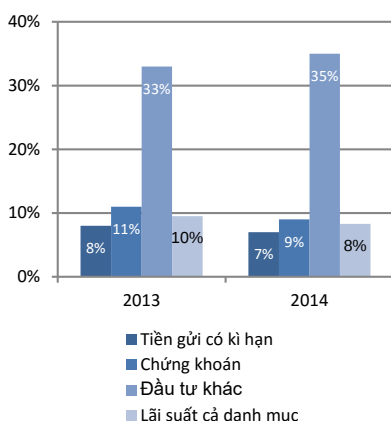
Tổng số tiền đầu tư tài chính của PJICO tăng mạnh 15.93% trong năm 2014, tương đương với 235 tỷ đồng, nhờ vào sự tăng mạnh trong các khoản trích lập dự phòng. Với việc doanh thu phí bảo hiểm của công ty giảm 0.39%, nhưng số tiền chi bồi thường giảm mạnh 14.3%, các khoản dự phòng nghiệp vụ tăng mạnh gần 600 tỷ đồng, làm tăng tổng số tiền đầu tư của công ty.

Hoạt động đầu tư của PJICO rất thận trọng, với 90% cơ cấu đầu tư là tiền gửi. Chỉ trong 6 tháng đầu năm 2015, lượng tiền gửi ngắn hạn đã tăng 201 tỷ đồng, bằng 80% mức tăng của tiền gửi trong năm

Cơ cấu danh mục đầu tư ngắn hạn



Lãi suất danh mục đầu tư



2014. Chú trọng vào đầu tư ngắn hạn phù hợp với tình hình hoạt động của PJICO, khi dự phòng bồi thường của PJICO đang ở mức rất cao.

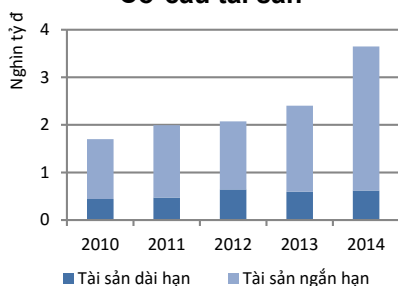
Tỷ suất đầu tư đang giảm do mặt bằng lãi suất thấp. Năm 2014, tỷ suất đầu tư của PJICO đạt 8.3% ROI trên nguồn vốn đầu tư bình quân 1,551 tỷ đồng, giảm đáng kể so với mức tỷ suất 9.5% của năm 2013. Nếu tính cả dự phòng các khoản đầu tư, tỷ suất đầu tư của 2014 và 2013 lần lượt là 6.0% và 8.4%. Sự giảm mạnh về tỷ suất đầu tư trong năm 2014 là do mức lãi suất trên thị trường cho tất cả các khoản mục đầu tư đều bị giảm từ 1-2% so với năm 2013, và do sự tăng nhanh tỷ trọng của tiền gửi ngắn hạn, vốn là một khoản mục đầu tư mang lại mức lãi suất rất thấp, chỉ từ 4 - 5%/năm. Khoản mục đầu tư mang lại lãi suất cao nhất là “đầu tư khác” với mức lãi suất đạt 35%. Tuy nhiên, tổng số tiền đầu tư vào các khoản mục này chỉ chiếm tỷ trọng 2.2%, vì thế không đưa lại lợi nhuận đáng kể cho PJICO.

Triển vọng cho mảng đầu tư tài chính là khả quan từ năm 2016

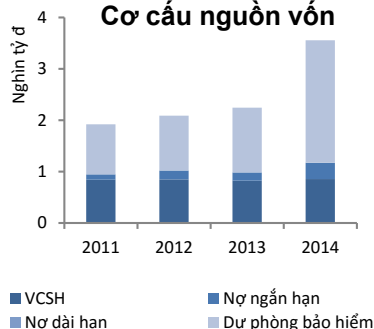
- **Thay đổi tỷ trọng đầu tư:** Chúng tôi kì vọng nguồn tiền đầu tư sẽ dịch chuyển sang các khoản mục đầu tư đưa lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn, để giúp PJICO có được mức tỷ suất đầu tư tốt hơn khi mặt bằng lãi suất tiền gửi ở mức thấp.
- **Nguồn tiền đầu tư tăng:** Nguồn vốn lớn có được từ việc bán cổ phiếu cho cổ đông chiến lược vào cuối 2015 sẽ gia tăng đáng kể nguồn tiền đầu tư kể từ 2016.
- **Tăng lãi suất từ 2016:** Chúng tôi dự báo lãi suất duy trì ở mức thấp trong quý 4/2015 và sẽ tăng lên trong năm 2016, khi Fed tăng lãi suất gây áp lực lên tỷ giá và lãi suất Việt Nam.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

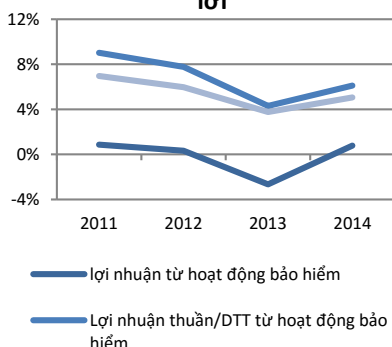
Cơ cấu tài sản



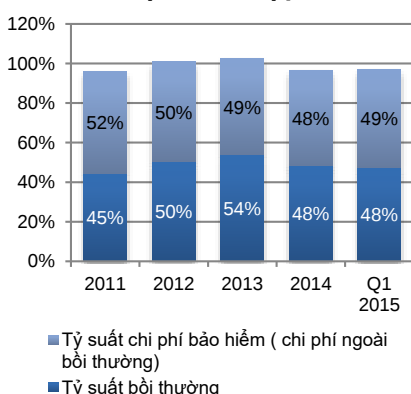
Cơ cấu nguồn vốn



Các chỉ số về khả năng sinh lời



Hệ số kết hợp



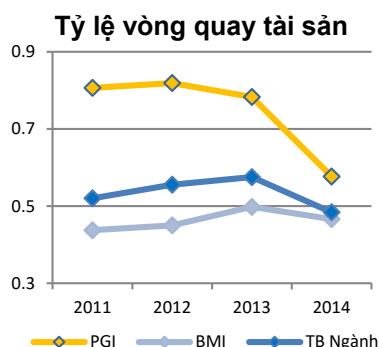
Để đánh giá vào sự hiệu quả của việc sử dụng vốn và hiệu quả kinh doanh của PJICO, chúng tôi tập trung phân tích bốn điểm chính sau: **(1)** Cơ cấu Tài sản, **(2)** Khả năng sinh lời, **(3)** Năng lực hoạt động, và **(4)** Khả năng thanh toán.

Cơ cấu tài sản tăng nhẹ qua các năm, nhưng tăng mạnh vào năm 2014 dưới tác động của thông tư 232 quy định về việc trích lập dự phòng bảo hiểm. Thông tư 232 của Bộ tài chính yêu cầu tách biệt các khoản dự phòng nghiệp vụ giữa hoạt động bảo hiểm gốc và hoạt động nhượng tái bảo hiểm, khiến PJICO phải ghi nhận thêm vào tổng tài sản 996 tỷ đồng giá trị tài sản tái bảo hiểm. Sự ghi nhận này làm giá trị tổng nguồn vốn tăng mạnh từ 2,402 tỷ lên 3,647 tỷ đồng. Lưu ý rằng nếu theo tiêu chuẩn kế toán trước đây, tổng tài sản năm 2014 chỉ tăng 10%, là mức tăng hợp lý so với quá trình tăng tổng tài sản của PJICO. Là đặc thù của ngành bảo hiểm, trong cơ cấu tài sản, tài sản đầu tư chiếm tỷ trọng chủ yếu.

Cơ cấu nguồn vốn của PJICO chủ yếu là các khoản dự phòng bồi thường, chiếm đến 76.5% tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Mức dự phòng bồi thường của PJICO tăng mạnh trong năm 2014, đặc biệt là trong Q2 2014 từ 650.1 tỷ lên 1,131.6 tỷ. Bên cạnh đó, trong năm 2014, PJICO đã trích dự phòng dao động lớn bằng 3% tổng phí bảo hiểm giữ lại, là mức cao nhất trong quy định của bộ Tài Chính trong Thông Thư 194. Trong ngành bảo hiểm hiện tại, chỉ có PJICO trích lập 3% phí bảo hiểm giữ lại cho dự phòng dao động lớn, và chúng tôi dự đoán mức trích lập này sẽ giảm xuống còn 1% kể từ 2017, khi mức dự phòng đã đủ lớn và khả năng thanh toán của công ty đã ở mức an toàn cần thiết.

Theo xu hướng của thị trường, và nhu cầu hiện tại của PJICO, công ty đang có kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 1,000 tỷ đồng từ nay cho đến năm 2018. Công ty đang trong quá trình tìm kiếm các cổ đông chiến lược nước ngoài, với hi vọng họ sẽ đóng góp nhiều kinh nghiệm cũng như công nghệ kỹ thuật đáng giá. Việc tăng vốn điều lệ không chỉ giúp nâng cao khả năng tài chính và năng lực hoạt động bảo hiểm của công ty, mà còn giúp công ty được đánh giá xếp hạng tín dụng bởi A.M Best Company, là một cơ quan đánh giá tín dụng toàn cầu. Đây là cột mốc quan trọng giúp nâng cao hình ảnh của PJICO trong con mắt nhiều doanh nghiệp nước ngoài đang tìm kiếm các sản phẩm bảo hiểm tại Việt Nam. Đến cuối năm 2015, công ty dự kiến sẽ hoàn thành việc phát hành 20% cho cổ đông chiến lược, nâng mức vốn điều lệ lên 887 tỷ đồng.

Khả năng sinh lời đã được cải thiện sau giai đoạn đi xuống 2011-2013. Trong giai đoạn 2011 – 2013, chúng ta có thể thấy các tỷ số đo khả năng sinh lời có xu hướng đi xuống, ở mức thấp nhất vào năm 2013 và trước khi có sự phục hồi vào năm 2014. Góp phần cho sự sụt giảm về khả năng sinh lời là việc chi phí bồi thường ở mức rất cao 50% và 54% trong 2012 và 2013, và đã có sự cải thiện đến mức 48% vào 2014. Ngoài ra kể từ 2013, việc thay đổi định hướng kinh doanh của công ty đã cắt giảm các chi phí hoạt động một cách đáng kể, nổi bật nhất là chi phí hoa hồng, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí hoạt động tài chính. Nhìn chung, sự quản lý tốt chi phí của PJICO đã làm giảm hệ số kết hợp (Combined ratio) được tính bằng tổng chi phí hoạt



động bảo hiểm/ doanh thu thuần, từ 102.5% năm 2013 xuống còn 99.2% vào 2014. Đây là mức cải thiện đáng kể cho thấy PJICO đã thu được lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm, là một kết quả đáng ghi nhận cho một năm khó khăn cho ngành bảo hiểm như năm 2014. Trong 1H 2015, PJICO đã có giảm tỷ lệ tổng chi bồi thường xuống chỉ còn 48.2%, mặc dù chi hoa hồng tăng đã đẩy tỷ suất chi phí bảo hiểm tăng lên 49.5%. Chúng tôi nhận định những điểm cải thiện trong công tác quản lý chi phí và quản lý rủi ro sẽ được PJICO duy trì trong năm 2015, giúp công ty tiếp tục thu được lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm.

Năng lực hoạt động của công ty rất tốt. Tỷ số vòng quay tài sản (DTT/TTS) luôn cao hơn mức trung bình của ngành trong 4 năm trở lại đây, cho thấy doanh nghiệp đã sử dụng tài sản một cách hiệu quả để tạo ra doanh thu. Năm 2014 chỉ số này giảm mạnh xuống còn 0.6 lần, do sự tăng mạnh của tổng tài sản như đã trình bày ở trên, nhưng vẫn cao hơn so với mức trung bình của ngành.

Hệ số vòng quay vốn CSH cũng ở mức cao, tăng mạnh từ 1.97 lần năm 2012, lên 2.09 năm 2013 và 2.08 năm 2014, nghĩa là doanh nghiệp đã sử dụng vốn chủ sở hữu hiệu quả để mang lại doanh thu.

Khả năng thanh toán của công ty cải thiện tích cực trong 2014 với việc dự phòng trích lập được tăng cao. Tỷ số khả năng thanh toán được đo bằng biên khả năng thanh toán tối thiểu cho biết DNBH có đủ quỹ được trích lập theo quy định để sẵn sàng chi trả tức thời cho khách hàng khi rủi ro, sự kiện bảo hiểm xảy ra. Tỷ số này của PJICO tăng từ 50 tỷ năm 2013 lên 120 tỷ năm 2014, tương ứng với 128% khả năng thanh toán tối thiểu của công ty.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2015: Chúng tôi ước tính doanh thu phí bảo hiểm gốc có thể đạt 2,388 tỷ đồng (+6.9%yoy), với biên lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm là 2.27%, tăng so với mức 0.78% năm 2014. Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư ước tính tăng nhẹ +0.6% nhờ vào khoản lợi nhuận từ bất động sản đầu tư. Tỷ tỷ suất đầu tư ước đạt 6%, giảm mạnh so với mức 8.2% của năm 2014 do ảnh hưởng từ mặt bằng lãi suất thấp. Theo đó, lợi nhuận sau thuế ước đạt 112.1 tỷ đồng, tương đương với mức EPS là 1,600 VND/cp.

Giai đoạn 2016-2019: Những yếu tố tích cực về mặt dài hạn bao gồm hoàn thành tăng vốn điều lệ lên 1000 tỷ đồng giúp công ty có thể giữ lại mức phí bảo hiểm cao hơn và nâng cao nguồn vốn đầu tư. Ngoài ra công ty còn nhận được sự đóng góp về mặt chiến lược và công nghệ thông tin của các cổ đông nước ngoài, sự hoàn thiện hóa về luật pháp và tác dụng của các văn bản luật lên thị trường bảo hiểm. Những yếu tố này sẽ giúp cho PJICO tăng trưởng mạnh hơn ở phân mảng hoạt động kinh doanh bảo hiểm.

Phân mảng đầu tư cải thiện từ 2016 nhờ việc mặt bằng lãi suất giúp cho tỷ suất đầu tư tăng dần lên và đạt mức bền vững 7.7% vào năm 2019.

Chúng tôi dự báo PGI sẽ đạt và có thể vượt mức LNTT mục tiêu của năm tài chính 2015, dựa trên những giả định sau:

Doanh thu bảo hiểm gốc	
BH xe cơ giới	Tăng trưởng 8% năm 2015 và giảm dần về 5% sau đó
BH sức khỏe	Tăng trưởng 20% năm 2015-2016 và giảm về 15% sau đó
BH tài sản thiệt hại	Tăng trưởng 5% năm 2015 và tăng dần lên mức bền vững 8%
BH cháy nổ	Tăng nhẹ 5% năm 2015 và tăng trưởng ở mức 10% sau đó
Khác	Có mức tăng trưởng bền vững khoảng 3-5%
Tỷ lệ bồi thường	
Xe cơ giới	Kiểm soát tốt ở mức 43% năm 2015 và giảm dần về 41% năm 2019
Sức khỏe	Đạt mức 40% năm 2015 và giảm về 38% từ 2017
Tài sản thiệt hại	Tăng lên 20% vào năm 2015 do bù đắp các khoản cháy của năm 2014, và giảm dần về mức bền vững 15%
Cháy nổ	Ở mức 40% năm 2015 và giảm về 30% từ năm 2017
Khác	Duy trì ở mức tương đương các năm trước
Hoạt động đầu tư	
Lãi suất	Lãi suất tiền gửi ở mức thấp trong khoảng 1.5%- 7%/năm cho năm 2015, tăng nhẹ dần lên đến mức giao động 1.7% - 9% tùy thời hạn gửi
Cơ cấu đầu tư	Do chính sách đầu tư cẩn trọng: Tỷ trọng đầu tư vào chứng khoán tăng nhẹ từ 10% năm 2015 lên 13% năm 2019 Tỷ trọng đầu tư vào tiền gửi giảm từ mức 88% hiện nay xuống còn 85% năm 2019
Chi phí	
Chi phí bán hàng	Tăng nhẹ lên mức 19.5% doanh thu phí bảo hiểm gốc
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Duy trì ở mức 12.05%
Cổ tức	
Cổ tức	Cổ tức duy trì ở mức 9%
Nguồn vốn	
Phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho cổ đông chiến lược	Phân định giá của chúng tôi không bao gồm những thay đổi từ thương vụ phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho cổ đông chiến lược. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý rằng các thương vụ phát hành cổ phiếu của các doanh nghiệp bảo hiểm gần đây như BIC, PTI đều được thực hiện ở mức giá gấp 2 – 2.5 lần Book value. Theo đó, BVPS của PGI dự kiến sẽ được cải thiện đáng kể.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU PGI VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị **MUA** trung và dài hạn cổ phiếu **PGI** với giá mục tiêu 1 năm là **20,149 đồng/cp**, tăng **18%** so với mức giá đóng cửa ngày 29/10/2015 theo phương pháp định giá **P/B** và **P/E**.

Báo cáo sử dụng các chỉ số P/B và P/E của các doanh nghiệp Việt Nam và trong khu vực có hoạt động bảo hiểm tương tự với PJICO. Để đưa về mức rủi ro tương đương khi so sánh giữa các quốc gia với nhau, báo cáo đã discount P/E và P/B tương ứng với mức độ rủi ro của mỗi quốc gia, được biểu thị bằng Market risk premium lấy từ nguồn:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

1. Phương pháp P/B

- BV 2015 của PJICO ước tính đạt 12,948 VND
- P/B lấy bằng 1.46, là giá trị P/B trung bình của các doanh nghiệp trong nước và khu vực, sau khi discount theo MRP.

=> **Giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu PGI theo P/B là 19,000**

2. Phương pháp P/E

- EPS 2015 ước tính đạt 1,600 đồng
- P/E = 13.67, là giá trị P/E trung bình của các doanh nghiệp trong nước và khu vực, sau khi discount theo MRP

=> **Giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu PGI theo P/E là 22,000**

Phương pháp	Giá hợp lý	Trọng số	Giá mục tiêu
P/B	18,897	60%	20,149
P/E	22,027	40%	

PHỤ LỤC

1. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2015-2019

(triệu đồng)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh Thu phí bảo hiểm	2,234,918	2,388,077	2,604,696	2,833,816	3,054,992	3,282,449
Phí nhượng tái bảo hiểm	565,004	596,503	625,103	683,393	690,498	736,331
Doanh thu phí bảo hiểm thuần	1,669,914	1,791,574	1,979,594	2,150,423	2,364,494	2,546,119
Hoa hồng nhượng tái bảo hiểm và doanh thu khác	75,477	98,954	114,790	132,972	154,278	178,724
Doanh Thu thuần Hoạt động kinh doanh bảo hiểm	1,745,392	1,890,528	2,094,383	2,283,395	2,518,772	2,724,842
Chi bồi thường	(904,621)	(1,033,501)	(1,094,195)	(1,140,159)	(1,159,332)	(1,239,947)
Thu bồi thường nhượng tái bảo hiểm	128,431	419,899	392,347	343,611	337,319	346,057
Giảm (Tăng) dự phòng bồi thường bảo hiểm gốc và nhận tái bảo hiểm	(523,357)	(217,411)	(240,854)	(262,590)	(302,253)	(326,981)
Tăng dự phòng bồi thường nhượng tái bảo hiểm	456,747	(50,067)	(32,913)	(1,914)	(2,427)	(7,345)
Tổng chi bồi thường bảo hiểm	(842,800)	(881,079)	(975,615)	(1,061,053)	(1,126,693)	(1,228,216)
Tăng giảm dự phòng giao động lớn	(50,293)	(53,747)	(59,388)	(64,513)	(70,935)	(76,384)
Chi phí khác	(582,821)	(636,126)	(693,756)	(743,505)	(815,814)	(876,351)
Tổng chi phí HDKD bảo hiểm	(1,731,734)	(1,847,601)	(2,034,842)	(2,211,263)	(2,392,132)	(2,572,007)
Lợi nhuận gộp HDKD bảo hiểm	13,657	42,927	59,541	72,132	126,640	152,835
Lợi nhuận gộp HĐ Tài chính	92,986	93,507	109,311	129,918	147,129	168,971
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	106,643	136,435	168,852	202,050	273,769	321,806
Lợi nhuận khác	3,503	3,678	3,862	4,055	4,258	4,471
Tổng LN trước thuế	110,146	140,113	172,714	206,105	278,027	326,277
EPS/share ('000 VND)	1,268	1,611	1,986	2,370	3,197	3,752

2. DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN GIAI ĐOẠN 2015 – 2-019

(Triệu đồng)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
TÀI SẢN NGẮN HẠN	3,027,438	3,104,951	3,224,738	3,539,290	3,883,607	4,328,942
Tiền và tương đương tiền	312,291	-45,100	-194,143	-92,253	-8,171	344,124
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	1,242,646	1,514,162	1,727,283	1,873,633	2,069,386	2,112,457
Các khoản phải thu ngắn hạn	327,635	493,900	537,179	572,566	605,027	634,614
Hàng tồn kho	11,024	13,593	13,593	13,593	13,593	13,593
Tài sản ngắn hạn khác	137,359	148,303	158,432	165,934	173,159	179,727
Tai san tai bao hiem	996,483	980,093	982,394	1,005,818	1,030,613	1,044,427
TÀI SẢN DÀI HẠN	619,817	653,856	718,735	803,549	911,722	986,155
Các khoản phải thu dài hạn	9,339	9,339	9,339	9,339	9,339	9,339
Tài sản cố định	450,117	491,330	539,857	594,507	656,102	725,571
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	153,768	146,594	162,946	193,109	239,688	244,652
Tài sản dài hạn khác	6,593	6,593	6,593	6,593	6,593	6,593
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	3,647,255	3,758,807	3,943,472	4,342,839	4,795,329	5,315,097
NỢ PHẢI TRẢ	2,791,447	2,857,902	2,972,461	3,276,338	3,577,456	3,909,313
Nợ ngắn hạn	2,786,147	2,852,602	2,967,161	3,271,038	3,572,156	3,904,013
Nợ dài hạn	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300
VỐN CHỦ SỞ HỮU	855,809	900,904	971,011	1,066,501	1,217,872	1,405,784
TỔNG NGUỒN VỐN	3,647,256	3,758,807	3,943,472	4,342,839	4,795,329	5,315,097
Giá trị sổ sách ('000 VND)	12,300	12,948	13,956	15,328	17,504	20,205

3. DANH SÁCH CÁC DOANH NGHIỆP THAM CHIẾU THEO PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ P/E và P/B

Mã CP	Quốc gia	DTT (tỷ đồng)	P/E	P/B	Market risk premium	Discounted P/E	Discounted P/B
PGI VN	Vietnam	2,124	11.32	1.36	12.50%	9.91	1.19
BVH VN	Vietnam	12,782	32.16	3.20	12.50%	28.14	2.80
BIC VN	Vietnam	1,112	17.20	2.07	12.50%	15.05	1.81
PTI VN	Vietnam	1,803	14.50	1.92	12.50%	12.69	1.68
BMI VN	Vietnam	2,601	13.40	0.90	12.50%	11.73	0.79
PVI VN	Vietnam	5,986	13.40	0.72	12.50%	11.73	0.63
TVI TB	Thailand	1,989	13.17	1.39	8.15%	12.10	1.28
TIC TB	Thailand	1,198	17.11	1.13	8.15%	15.71	1.04
ASRM IJ	Indonesia	1,612	6.04	1.86	9.50%	5.47	1.69
PION BD	Bangladesh	-	10.10	1.46	11.15%	8.97	1.30
HICL PA	Pakistan	214	18.76	2.69	17%	15.57	2.24
PO MK	Malaysia	3,245	14.33	0.87	7.55%	13.25	0.80
TRUNG BÌNH						13.67	1.46

Nguồn: Bloomberg, <http://pages.stern.nyu.edu>.

MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư

Lê Thị Hải Đường

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích

Trần Thăng Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.