



Company Updates

PGI – Tổng công ty cổ phần bảo hiểm Petrolimex - PJICO

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Hoàng Lê
lenbh@bsc.com.vn

Tel: +84 4 3935 2722, ext
108

ĐỊNH GIÁ THẤP SO VỚI CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu PGI với mức giá mục tiêu **12 tháng là 18,600 VND**, tăng 13.4% so với mức giá đóng cửa ngày 7/3/2016. Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế cho PJICO đạt lần lượt 2,376 tỷ đồng (+6.5% yoy) và 102 tỷ đồng (+10.22% yoy), tương ứng với EPS 2016 ước đạt 1,474 đồng/cp. Với mức giá đóng cửa ngày 3/2/2016 là 16,500 VND/cp, cổ phiếu PGI hiện đang giao dịch với mức P/E forward là 11.19x.

Tiếp tục duy trì định hướng phát triển bền vững trong 2015: Công ty ghi nhận 2,231.2 tỷ. đồng doanh thu (+5.07% yoy) và 93.1 tỷ đồng LNST (+5.56% yoy). Tăng trưởng doanh thu thấp hơn đáng kể so với ngành đã thể hiện định hướng phát triển bền vững của PJICO.

BSC đánh giá cao công tác quản trị rủi ro, và chất lượng tài sản của PJICO:

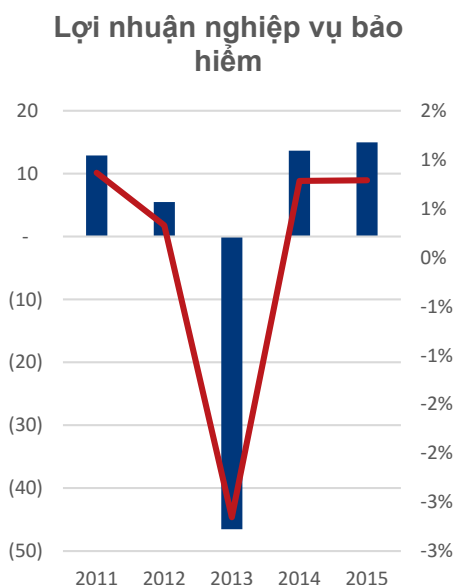
- **PGI hiện đang có mức trích lập dự phòng cao**, thể hiện ở việc (1) Dự phòng bồi thường của công ty ở mức cao so với doanh thu ghi nhận và (2) Trích lập dự phòng giao động lớn ở mức 3%. Việc trích lập dự phòng cao làm giảm giá trị sổ sách của doanh nghiệp, nhưng mang lại chất lượng tài sản cao và tình hình tài chính an toàn
- **Công ty tập trung quản lý rủi ro, qua đó cải thiện lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm.** Định hướng phát triển bền w qua đó làm giảm tỷ lệ bồi thường và nâng cao lợi nhuận từ nghiệp vụ gốc.
- **PGI là doanh nghiệp duy nhất trên sàn chưa có nhà cổ đông chiến lược nước ngoài.** Công ty hiện đang trong quá trình thương lượng các khoản mục của việc tăng vốn, dự kiến sẽ được hoàn thành vào giữa 2015. Trong lần tăng vốn này, PGI dự định bán ra 20% cổ phần, nâng vốn điều lệ của công ty lên mức 850 tỷ đồng. Các thương vụ phát hành cổ phiếu của các doanh nghiệp bảo hiểm trong ngành đều được thương lượng với mức giá lớn hơn 2 lần BV, qua đó tăng cao giá trị sổ sách của doanh nghiệp.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	2015
DTT (tỷ đ)	1,336	1,535	1,629	1,670	1,771
% tăng trưởng		15%	6%	2%	6%
Tổng tài sản (tỷ)	1,993	2,075	2,402	3,647	3,713
Vốn chủ sở	844	849	825	856	800
Vốn điều lệ (tỷ)	700	710	710	710	710
LN thuần (tỷ đ)	134	129	75	107	113
Biên LN thuần	10.1%	8.4%	4.6%	6.4%	6.4%
LN sau thuế (tỷ)	104	99	66	88	93
% yoy		-4.2%	-33.6%	33.9%	5.6%
EPS	1,488	1,426	947	1,268	1,338
ROE	12.27%	11.69%	7.99%	10.31%	11.64%
ROA	5.19%	4.78%	2.74%	2.42%	2.51%
ROS	7.75%	6.46%	4.04%	5.28%	5.26%

Báo cáo này chỉ là nguồn thông tin tham khảo. Vui lòng đọc kỹ phần Khuyến cáo sử dụng ở trang cuối.

KẾT QUẢ KINH DOANH 2015

a) Hoạt động bảo hiểm

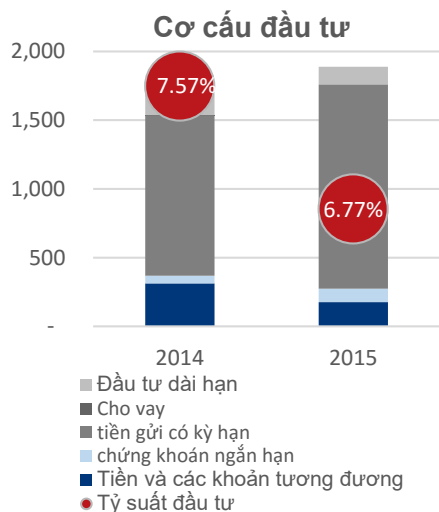


Doanh thu tăng trưởng thấp so với ngành: Công ty ghi nhận 2,231.2 tỷ đồng doanh thu (+5.07% yoy), thấp hơn đáng kể so với mức 15% của cả ngành bảo hiểm phi nhân thọ nói chung. Điều này phù hợp với định hướng phát triển bền vững của PJICO, với mức kế hoạch doanh thu đặt ra cho 2015 là 2,144 tỷ đồng (+1% yoy).

Ngược lại, định hướng phát triển bền vững đã đưa lại các kết quả khả quan cho lợi nhuận. Công ty ghi nhận 93.1 tỷ đồng LNST (+5.56% yoy). Sức tăng trưởng lợi nhuận của PGI bị thấp xuống, một phần đáng kể do sự thay đổi trong cách hạch toán kế toán vào năm 2014 đã tạo ra sự chênh lệch trong doanh thu và chi phí hoa hồng của PJICO giữa năm 2014 và 2015. Qua đó, chi phí hoa hồng liên quan đã làm đã tăng mạnh trong năm 2015, ảnh hưởng đến sức tăng trưởng lợi nhuận của công ty. Nếu xét giai đoạn 2013-2015, tăng trưởng lợi nhuận của PGI đạt mức trung bình là 19%.

Nghệp vụ bảo hiểm có lợi nhuận: Lợi nhuận gộp từ nghiệp vụ bảo hiểm trong 2015 là 14.9 tỷ đồng (đã bao gồm chi phí quản lý doanh nghiệp), tương ứng với mức biên lợi nhuận gộp là 0.78%, và hệ số kết hợp tương ứng là 99.2%. Mức lợi nhuận này chỉ tương đương với năm ngoái, nhưng do ảnh hưởng của việc thay đổi kế toán làm lợi nhuận gộp bảo hiểm tăng mạnh trong năm 2014 như đã trình bày ở trên.

b) Hoạt động đầu tư



Dưới ảnh hưởng của việc mặt bằng lãi suất ở mức thấp trong 2015, doanh thu đầu tư của PGI giảm nhẹ. Công ty ghi nhận 126.8 tỷ đồng doanh thu tài chính (-2% yoy), tương ứng với mức lãi suất đầu tư 6.77%, giảm từ 7.57% của năm 2014. Tổng số tiền đầu tư của PJICO tăng tốt 9.6% trong năm 2015 và đạt 1,708.7 tỷ đồng, đến từ việc công ty đã tận dụng được nguồn vốn lưu động tốt hơn.

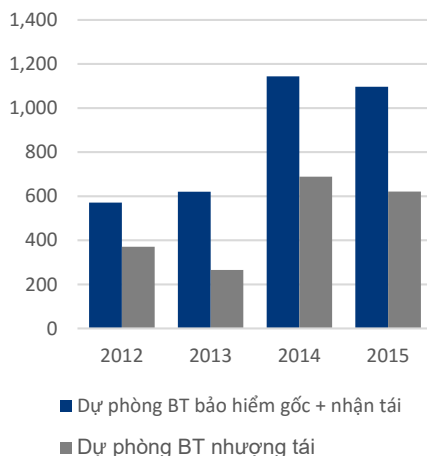
Định hướng đầu tư của PJICO vẫn theo xu hướng cân trọng bền vững, thể hiện ở việc mức tăng trong tổng số tiền đầu tư được dồn chủ yếu vào tiền gửi, mặc dù mặt bằng lãi suất vẫn duy trì ở mức thấp. Tỷ trọng tiền gửi trong cơ cấu đầu tư của PJICO hiện nay là 83.8%, cao hơn nhiều lần mức trung bình 70% của ngành.

TRIỂN VỌNG 2016

Với định hướng phát triển bền vững, chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu của PJICO sẽ vẫn ở mức thấp trong năm 2016. Công ty chủ trương không chú trọng vào tăng trưởng doanh thu, không coi trọng thị phần và đặt mục tiêu doanh thu giai đoạn 2014-2019 tăng trưởng doanh thu ở mức 5%/năm. Tuy vậy, chúng tôi lưu ý rằng nếu thành công, thương vụ tăng vốn sẽ làm tăng khả năng tài chính và khả năng bảo hiểm của công ty, cho phép PJICO giữ lại mức phí bảo hiểm cao hơn, và tiếp cận được các hợp đồng bảo hiểm có giá trị lớn.

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của PJICO khả quan dựa vào các yếu tố sau:

Dự phòng bồi thường



(1) Tăng cường trích lập dự phòng trong năm 2014 làm giảm áp lực dự phòng cho 2015 và các năm tới: PGI là doanh nghiệp có khoản trích lập dự phòng bồi thường lớn nhất trong các doanh nghiệp bảo hiểm, so sánh trên quy mô doanh thu. Tỷ lệ dự phòng bảo hiểm/doanh thu phí bảo hiểm gốc của PGI đang là 49.2% cho năm 2015, trong khi con số trung bình của ngành là 40.9%. Do công ty có mức trích lập dự phòng cao, gánh nặng bồi thường và chi phí dự phòng cho các năm tới sẽ thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp khác. Bên cạnh đó, PGI là doanh nghiệp duy nhất có mức trích lập dự phòng giao động lớn tương ứng với 3% phí giữ lại, trong khi các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ khác chỉ áp dụng mức trích lập 1%. Việc công ty tăng mức trích lập đã làm giảm lợi nhuận hằng năm của doanh nghiệp khoảng 30 tỷ/năm giai đoạn 2013-2015, qua đó làm giảm giá trị sổ sách của doanh nghiệp. Ngược lại, điều này mang lại tình hình tài chính vững chắc và an toàn cho các năm tới.

(2) Kiểm soát tốt tỷ lệ bồi thường. Tỷ lệ bồi thường gốc của PJICO là 44.1% trong năm 2015, tăng 3.1% so với con số năm 2014, chủ yếu do doanh nghiệp bắt đầu thực hiện chi trả các thiệt hại liên quan đến vụ bạo động Bình Dương, Đồng Nai năm 2014. Xét theo tỷ lệ bồi thường giữ lại (đã bao gồm chi phí bồi thường dự phòng), tỷ lệ bồi thường của PJICO trong năm 2015 ở là 50.29%, giảm nhẹ 0.2% so với con số năm 2014. So sánh với con số chung của ngành, tỷ lệ bồi thường của PJICO đang ở mức cao, tuy nhiên việc tỷ lệ này đang giảm dần và lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm tăng tốt là tín hiệu khả quan cho PJICO.

(3) Kiểm soát chi phí hiệu quả: Hai khoản chi phí lớn của PJICO là chi phí hoa hồng, chi phí quản lý doanh nghiệp, cùng nhau đóng góp 25% doanh thu thuần. Mức tỷ trọng này đã

giảm đáng kể so với mức trung bình 32% giai đoạn 2011-2013. Chi phí hoa hồng giảm mạnh năm 2014 do ảnh hưởng kế toán, và đã quay về mức bình thường trong năm 2015, do vậy sẽ không ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận của 2016 như trong năm 2015.

Đối với hoạt động đầu tư, triển vọng 2016 đến từ thương vụ phát hành tăng vốn cho cổ đông chiến lược, sẽ nâng cao tổng số tiền đầu tư của doanh nghiệp. BSC cho rằng công ty sẽ vẫn tiếp tục duy trì định hướng phát triển bền vững của mình và dồn phần lớn vào tiền gửi. Tuy nhiên, lãi suất đã qua giai đoạn đáy và dự kiến sẽ tăng vào giữa 2016 sẽ là động lực cho mảng đầu tư trong các năm tới

Chúng tôi cũng lưu ý rằng PGI là doanh nghiệp duy nhất trên sàn chưa có nhà cổ đông chiến lược nước ngoài. Công ty hiện đang trong quá trình thương lượng các khoản mục của việc tăng vốn, dự kiến sẽ hoàn thành vào Q3/2016. Trong lần tăng vốn này, PGI dự định bán ra 20% cổ phần, nâng vốn điều lệ của công ty lên mức 850 tỷ đồng. Việc tăng vốn có ý nghĩa rất lớn cho hoạt động của công ty, là động lực tăng trưởng doanh thu, tiếp cận với các nhà đầu tư nhiều kinh nghiệm giúp quản lý rủi ro hiệu quả hơn, và tăng nguồn tiền đầu tư cho doanh nghiệp.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC cho rằng PGI sẽ tiếp tục duy trì định hướng phát triển bền vững, với kết quả kinh doanh 2016 ước tính đạt 2,376 tỷ đồng (+6.5% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 102.6 tỷ đồng (+10.2% yoy). Trong đó:

- Lợi nhuận đầu tư dự kiến tiếp tục giảm nhẹ (-1% yoy) do ảnh hưởng của mặt bằng lãi suất thấp và các khoản đầu tư hưởng lãi suất cao trong quá khứ đã dần dần hết hạn. Tổng giá trị đầu tư của PJICO dự kiến sẽ không có nhiều tăng trưởng, hạn chế bởi mức tăng trưởng doanh thu thấp.
- Lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm được cải thiện với mức biên lợi nhuận gộp tăng lên mức 1.39%, tương đương với hệ số kết hợp là 98.6%. Sự tăng lên của biên lợi nhuận gộp là nhờ **(1)** Áp lực dự phòng giảm do PJICO hiện đang có mức trích lập dự phòng cao và **(2)** Các công tác quản lý rủi ro tiếp tục được cải thiện, giúp giảm tỷ lệ bồi thường về mức 48.68% (giảm 1.5% so với 2015)
- Chúng tôi lưu ý rằng mô hình định giá của chúng tôi không bao gồm các thay đổi liên quan đến việc PJICO tăng vốn điều lệ qua việc bán cổ phần cho cổ đông chiến lược, được dự kiến hoàn thành trong 2016. Nguồn vốn tăng lên sẽ làm tăng mạnh giá trị sổ sách và khả năng tài chính của PJICO trong các năm tới. Đồng thời, các thương vụ phát hành cổ phiếu của các doanh nghiệp bảo hiểm trong ngành đều được thương lượng với mức giá lớn hơn 2 lần BV, qua đó tăng cao giá trị sổ sách của doanh nghiệp.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 12 tháng là 18,600 VND (+12.7% yoy) so với mức giá đóng cửa ngày 3/3/2016, bằng phương pháp P/B và P/E.

VCSH 2016	832,944
Điều chỉnh mức dự phòng giao động lớn	109,283
VCSH đã điều chỉnh	920,371
SLCPLH (triệu cổ)	69.5
BVPS đã điều chỉnh	13,228

1. Phương pháp P/B

- BV 2016 của PJICO ước tính đạt 13,228 VND/cp. Giá trị này đã được điều chỉnh theo mức trích lập dự phòng dao động lớn là 1% như các doanh nghiệp trên thị trường (thay vì mức 3% hiện nay của PJICO).
 - P/B lấy bằng 1.34, là giá trị P/B trung bình của các doanh nghiệp trong nước và khu vực, sau khi discount theo MRP và ROE
- => **Giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu PGI theo P/B là 17,726 VND/cp**

LNST 2016	102,622
Điều chỉnh mức dự phòng giao động lớn	38,612
LNST 2016 đã điều chỉnh	133,512
SLCPLH	69,577,348
EPS đã điều chỉnh	1,919

2. Phương pháp P/E

- EPS 2016 ước tính đạt 1,919 VND/cp. Giá trị này đã được điều chỉnh theo mức trích lập dự phòng dao động lớn là 1% như các doanh nghiệp trên thị trường (thay vì mức 3% hiện nay của PJICO).
- P/E = 10.5, là giá trị P/E trung bình của các doanh nghiệp trong nước và khu vực, sau khi discount theo MRP và ROE.

=> **Giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu PGI theo P/E là 20,148 VND/cp**

Tổng hợp các phương pháp định giá: Do các doanh nghiệp bảo hiểm có nhiều biến động trong EPS do vậy giá hợp lý theo phương pháp P/B có độ tin cậy cao hơn các phương pháp còn lại. Cụ thể:

Phương pháp	Giá hợp lý	Trọng số	Giá mục tiêu
P/B	17,726	60%	18,600
P/E	20,148	40%	

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
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

Website: 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