Ngành Bảo Hiểm – ICB 8530
Ngày 11 tháng 7 năm 2016

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

TỔNG CTCP Bảo Hiểm Bảo Minh - BMI

ĐỒ THỊ GIAO DỊCH

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	31,800
Giá thị trường (11/7/2016)	26,700
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	83.0
Vốn hóa (tỷ)	2,209.3
Giá trị sổ sách/cp	27,090
Sở hữu nước ngoài	42.9%
Giá hiện tại (đ/cp)	26,700
KLTB 10 ngày (cp)	225,507
Giá thấp nhất 52T	17,800
Giá cao nhất 52T (đ)	28,200
+/- 7 ngày qua	+6.8%
+/- 1 tháng qua	+13.2%

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

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA trung và dài hạn** cổ phiếu BMI với giá mục tiêu 1 năm là 31,800 đồng/cp, tăng 19.2% so với mức giá đóng cửa ngày 11/7/2016 dựa trên phương pháp định giá PB và PE.

Trong quý 1/2016, BMI ghi nhận 779.3 tỷ đồng doanh thu phí bảo hiểm (+15.8% yoy), và 38.6 tỷ đồng LNST (+19% yoy). Đóng góp chính vào mức tăng lợi nhuận là lợi nhuận gộp từ hoạt động bảo hiểm đạt 26.8 tỷ đồng (+336% yoy) chủ yếu nhờ việc quản lý chi phí hiệu quả, làm giảm hệ số kết hợp về mức thấp nhất ngành 95.6%, mặc dù tỷ lệ bồi thường tăng mạnh. Hoạt động đầu tư chịu ảnh hưởng mạnh bởi chi phí tài chính lên quan đến chuyển đổi cổ phiếu SDF qua MBB trong quý 1, do vậy giảm 56.4% và chỉ đạt 11.5 tỷ đồng.

Cho 2016 và các năm tới, chúng tôi nhận định triển vọng kinh doanh của BMI khả quan:

(1) **Định hướng phát triển bền vững đang phát huy hiệu quả cho hoạt động kinh doanh bảo hiểm:** BMI là doanh nghiệp có hệ số kết hợp thấp nhất trong ngành trong nhiều năm, mặc dù sản phẩm chủ lực là bảo hiểm cháy nổ vốn có rủi ro cao hơn so với các mảng sản phẩm khác

(2) **Biến chuyển tích cực trong hoạt động đầu tư.** Bảo Minh đang thực hiện tái cơ cấu danh mục đầu tư, xử lý các hoạt động đầu tư không hiệu quả, và ghi nhận lãi từ một số các khoản đầu tư dài hạn. Các hoạt động tái cơ cấu sẽ giúp doanh nghiệp ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận đột biến trong 2016, và giúp giảm gánh nặng trích lập dự phòng trong các năm tới. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng đột biến trong lợi nhuận tài chính sẽ được ghi nhận trong Q2/2016.

Dự báo KQKD 2016: Chúng tôi dự báo doanh thu phí bảo hiểm 2016 của BMI sẽ đạt 3,089 tỷ đồng (+9.5%yoy). LNST của công ty ước đạt 189.2 tỷ đồng (+46% yoy), tương ứng với EPS 2016 là 2,226VND/cp. Cổ tức được dự báo sẽ duy trì ở mức 10%/năm.

Các chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015	Q1 2016
DTT (tỷ đ)	1,787	1,952	2,170	2,452	613
% yoy	3.5%	9.2%	11.2%	13.0%	18.2%
Tổng tài sản (tỷ đ)	3,869	3,968	5,341	5,120	5,299
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	2,185	2,166	2,185	2,307	2,247
Vốn điều lệ (tỷ đ)	755	755	755	830.49	830.499
LN thuần (tỷ đ)	65	76	123	131	37,330
Biên LN thuần	*3.63%*	*3.90%*	*5.65%*	*5.36%*	*14.57%*
LN sau thuế (tỷ đ)	93	83	120	129	39
% tăng trưởng yoy	-37.5%	-10.6%	45.5%	7.4%	19.0%
EPS (VND/cp)	1,225	1,095	1,594	1,556	1,595
ROE	4.23%	3.82%	5.51%	5.60%	5.89%
ROA	2.39%	2.08%	2.25%	2.52%	2.50%
ROS	5.18%	4.24%	5.54%	5.27%	6.30%

Source: BCTC BMI

TỔNG QUAN BMI

Tên công ty	Tổng Công ty Cổ phần Bảo Minh
Địa chỉ	26 Tôn Thất Đạm, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại	+84 (8) 382-94180
Fax	+84 (4) 382-94185
Website	www.baominh.com.vn
Vốn điều lệ	804 tỷ đồng
Lĩnh vực hoạt động	Bảo hiểm phi nhân thọ Nghiệp vụ tái bảo hiểm Đầu tư tài chính

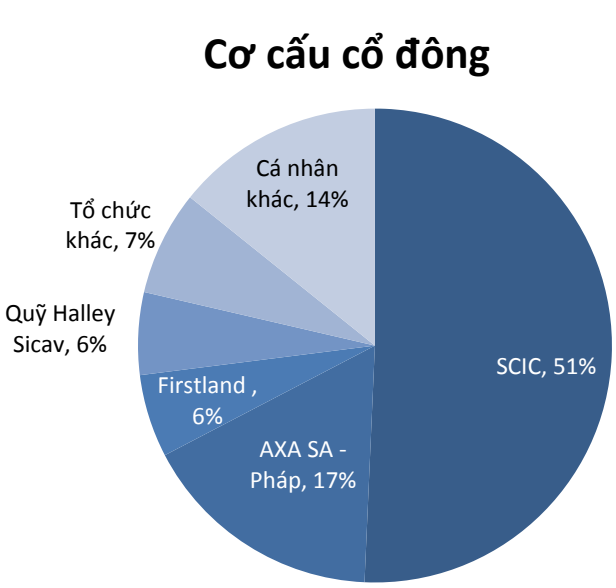
Lịch sử hình thành

- Tổng Công ty Cổ phần Bảo Minh được thành lập ngày năm 1994 với 100% vốn Nhà nước trực thuộc Bộ Tài chính.
- 2004: Bảo Minh chính thức đi vào hoạt động kinh doanh theo mô hình Tổng Công ty Cổ phần với vốn điều lệ 434 tỷ đồng
- 2006: Cổ phiếu Bảo Minh chính thức niêm yết tại HNX
- 2007: Tăng vốn điều lệ từ 434 tỷ đồng lên 755 tỷ đồng và thành công trong việc tìm nhà đầu tư chiến lược nước ngoài là Tập đoàn AXA.
- 2008: Thành lập Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Minh (BMSC). Niêm yết cổ phiếu BMI tại HOSE.
- 2014: Vốn điều lệ của công ty là 830.5 tỷ đồng.

Danh sách cổ đông lớn

Tên cổ đông	Số lượng cp nắm giữ	Tỷ lệ
Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước (SCIC)	38.3	50.7%
Tập đoàn tài chính Bảo hiểm AXA	12.57	16.65%
Firstland Company Ltd.	4.27	5.65%
Quỹ Halley Sicav	4.25	5.63%

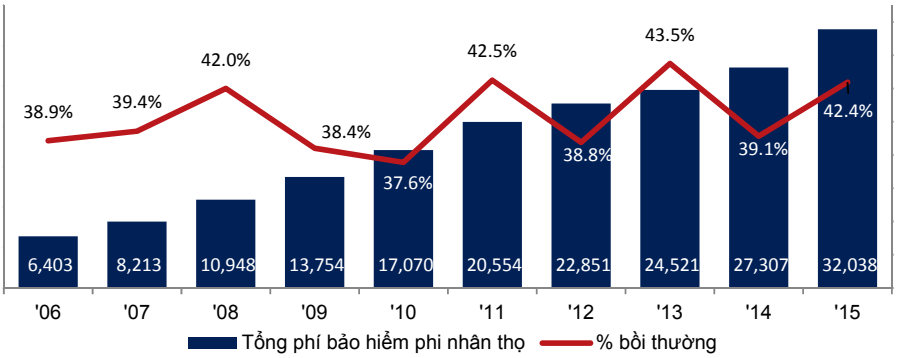
Cơ cấu cổ đông của công ty khá tập trung, các cổ đông lớn và cổ đông nội bộ chiếm tới 86,22% sở hữu của công ty. Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) chiếm quyền kiểm soát công ty với tỷ lệ sở hữu 50,7%. Bên cạnh đó, công ty còn có đối tác chiến lược là Tập đoàn AXA SA – Pháp sở hữu 16,65% cổ phần. . Các khách hàng của công ty như Tập đoàn Sông Đà, Tổng công ty Hóa chất Việt Nam, Tổng công ty Thuốc lá Việt Nam, VINACONEX và Tổng công ty vật tư Nông nghiệp mỗi công ty sở hữu hơn 1% cổ phần của Bảo Minh.



TRIỂN VỌNG NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ

Ngành bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam đã có sự tăng trưởng nổi bật so với khu vực. CAGR của tổng doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ đạt mức tăng trưởng 16.4% trong thập kỷ qua. Trong năm 2015, tổng phí bảo hiểm của ngành đạt mức tăng 17.3%, trong khi các nước trong khu vực chỉ đạt mức 4-6%/năm. Tỷ lệ thực bồi thường của ngành bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam giai đoạn 2009-2015 ở mức trung bình 40.3%, và ngành bảo hiểm giai đoạn này chỉ đạt mức hòa vốn ở nghiệp vụ bảo hiểm. Theo đó, báo cáo sẽ sử dụng tỷ lệ này là mức bồi thường tối đa để các doanh nghiệp bảo hiểm đạt điểm hòa vốn.

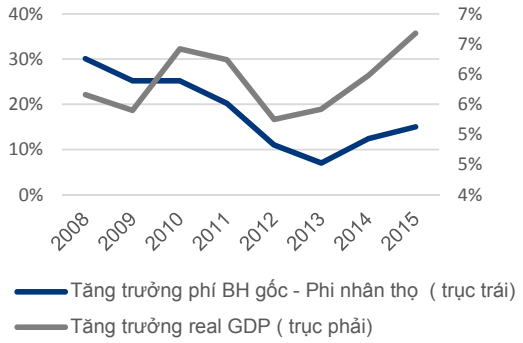
Phân khúc bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam



Nguồn: Cục Giám sát bảo hiểm

Triển vọng trong năm 2016 và các năm tới của ngành bảo hiểm phi nhân thọ là khả quan, với mức tăng trưởng phí bảo hiểm gốc ước đạt 15%/năm cho 3 năm tới, nhờ các yếu tố sau:

Ngành bảo hiểm phi nhân thọ phụ thuộc GDP



Nguồn: Bloomberg

Sự tăng trưởng chung của nền kinh tế: 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.

Sự nâng cao trong khả năng bảo hiểm và tiềm lực tài chính của các doanh nghiệp đầu ngành qua quá trình tăng vốn: Các doanh nghiệp BIC, BMI, PTI, PGI đều đã tăng vốn hoặc đang có kế hoạch tăng vốn, với định hướng tìm kiếm các cổ đông chiến lược nước ngoài. Trước mắt, sự nâng cao trong vốn điều lệ sẽ giúp các doanh nghiệp nâng cao vị thế, khả năng giữ lại phí bảo hiểm, và là động lực cho tăng trưởng doanh thu. Trong dài hạn, sự tham gia của các cổ đông chiến lược nước ngoài 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.

Những thay đổi trong các chính sách luật hỗ trợ cho sự phát triển của 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 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.

Triển vọng tăng trưởng các mảng sản phẩm chính:

Triển vọng cho mảng xe cơ giới là khả quan, nhờ

- **Động lực lớn từ sức tăng trưởng tiêu thụ xe ô tô.** Theo thống kê của Hiệp hội sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA), sản lượng ô tô tiêu thụ đạt mức tăng trưởng đột biến 55% yoy, lên mức 245 nghìn xe. Trong 5 tháng đầu năm, tăng trưởng tiêu thụ ô tô ở mức tốt 31% yoy. Sự nâng cao trong thu nhập người dân, mặt bằng lãi suất thấp, cùng với việc giá xăng dầu giảm sâu là các yếu tố hỗ trợ cho sự tăng trưởng của dòng xe du lịch. Ngược lại, các quy định chặt chẽ về tải trọng và các chính sách thuế là động lực chính cho sức tăng trưởng của mảng xe thương mại. Sức tăng trưởng ngành ô tô cho 2016 là động lực tốt cho mảng bảo hiểm xe cơ giới.
- **Những văn bản luật quy định về biểu phí sàn và hình sự hóa trục 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 sàn 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 trục lợi trong kinh doanh bảo hiểm như một tội danh hình sự, nếu được thông qua, sẽ giúp thay đổi đáng kể tình hình trục lợi bảo hiểm trong mảng xe cơ giới hiện nay. Bên cạnh đó, Thông tư 22/2016/TT-BTC của Bộ Tài chính quy định tăng phí bảo hiểm trách nhiệm, bảo hiểm bắt buộc trách nhiệm dân sự của chủ xe cơ giới từ 10 – 20% đối với 13 dòng xe có tỷ lệ tai nạn cao, áp dụng từ ngày 1/4/2016.

Bảo hiểm sức khỏe có động lực tăng trưởng đến từ sức tăng tốt trong thu nhập bình quân đầu người, và việc ý thức chăm sóc sức khỏe của người dân nâng cao. 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 hiệm đang được cải thiện sẽ là những điều kiện thuận lợi để phân khúc bảo hiểm này phát triển trong những năm tới.

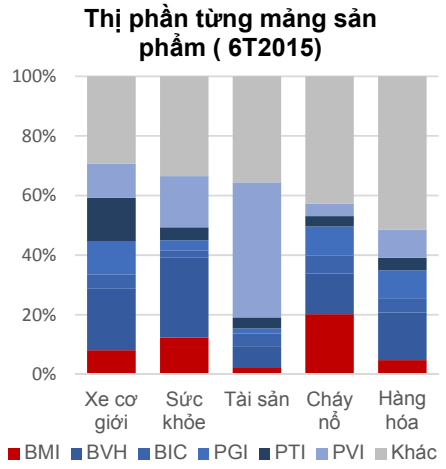
Bảo hiểm tài sản thiệt hại:

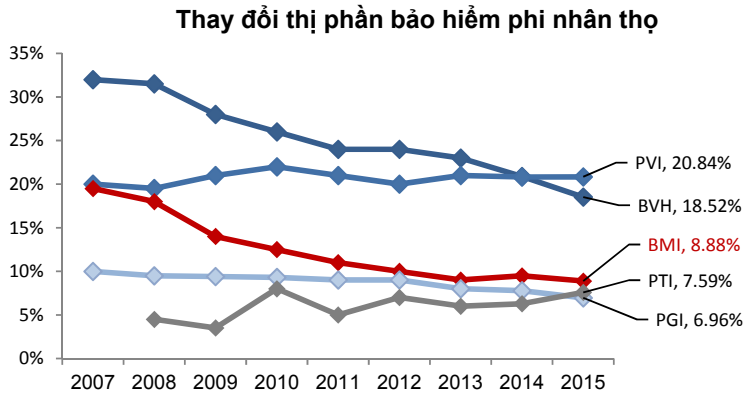
- **Bảo hiểm cháy nổ bắt buộc**: Thông tư liên tịch 214 yêu cầu bắt buộc các chủ đầu tư và chủ căn hộ chung cư mua bảo hiểm cháy nổ các nhà chung cư cao tầng vào tháng 2/2014. Mặc dù vậy, số lượng chủ căn hộ chung cư tham gia bảo hiểm vẫn còn ở mức thấp do vấn đề nhận thức của người dân và hoạt động 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 2016, 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.

TỔNG CTCP BẢO HIỂM BẢO MINH - BMI

VỊ THẾ BMI

Tổng công ty cổ phần Bảo Minh được thành lập năm 1994, được cổ phần hóa năm 2004, bắt đầu niêm yết trên sàn HNX vào năm 2006 và chuyển sang niêm yết trên HSX từ năm 2008. Vốn điều lệ của công ty là 755 tỷ đồng. Bảo Minh kinh doanh trong 2 lĩnh vực chính: Cung cấp dịch vụ Bảo hiểm phi nhân thọ và Đầu tư tài chính. Theo Hiệp hội bảo hiểm Việt Nam, giai đoạn 2007-2015, thị phần của Bảo Minh giảm dần từ 19.5% về mức 8.88%, chủ yếu do sự thay đổi định hướng phát triển năm 2010. Các mảng sản phẩm nổi bật của công ty bao gồm bảo hiểm cháy nổ (20.2% thị phần trong 6T2015); bảo hiểm sức khỏe (12.3% thị phần); và bảo hiểm xe cơ giới (8.2% phị phần).



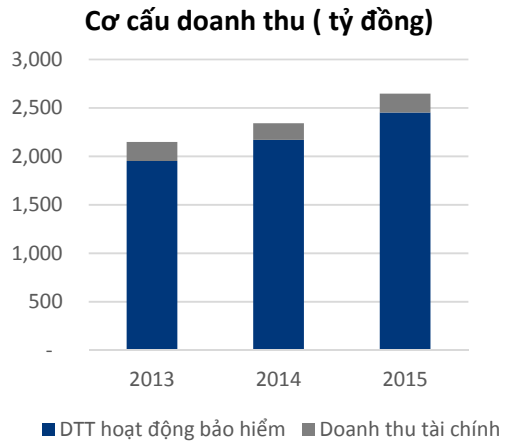


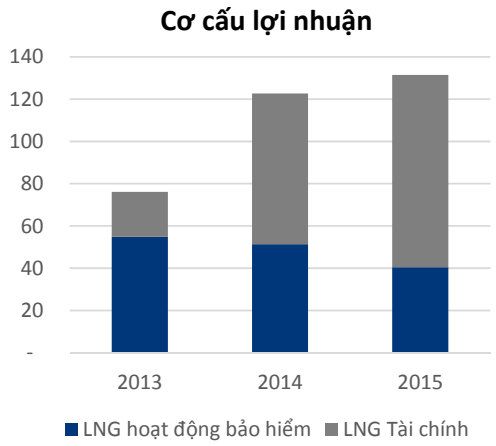
Nguồn: Cục Giám sát bảo hiểm

Cổ đông lớn nhất của BMI là SCIC với 50.7% cổ phần. Trong 2015, SCIC đã lên kế hoạch thoái vốn khỏi BMI theo nhưng chưa có kế hoạch cụ thể. SCIC thoái vốn sẽ mang lại cơ hội lớn cho Bảo Minh, dưới định hướng của các nhà đầu tư nước ngoài có nguyện vọng tham gia thị trường bảo hiểm Việt Nam hoặc gia tăng tính ảnh hưởng lên thị trường bảo hiểm Việt Nam. Cách đây 3 năm, đối tác chiến lược của BMI là tập đoàn AXA SA đã bày tỏ nguyện vọng nâng tỷ lệ sở hữu lên để nắm quyền kiểm soát BMI, nhưng chưa thực hiện được.

Sự hậu thuẫn từ cổ đông lớn AXA SA – Pháp. Theo số liệu của tạp chí Forbes, Tập đoàn AXA SA – Pháp là công ty bảo hiểm lớn nhất thế giới theo giá trị tổng tài sản, và là tập đoàn có giá trị doanh thu phí bảo hiểm lớn thứ 2 thế giới. Tập đoàn này hoạt động ở 56 quốc gia trên thế giới, và đầu tư vào Bảo Minh với tỷ lệ sở hữu 16.7% từ năm 2007. Sự hậu thuẫn của tập đoàn hàng đầu thế giới là nền tảng cho các thay đổi tích cực của Bảo Minh trong công tác quản trị rủi ro, quản lý nhân sự và công nghệ.

KẾT QUẢ KINH DOANH





Nguồn: BCTC BMI

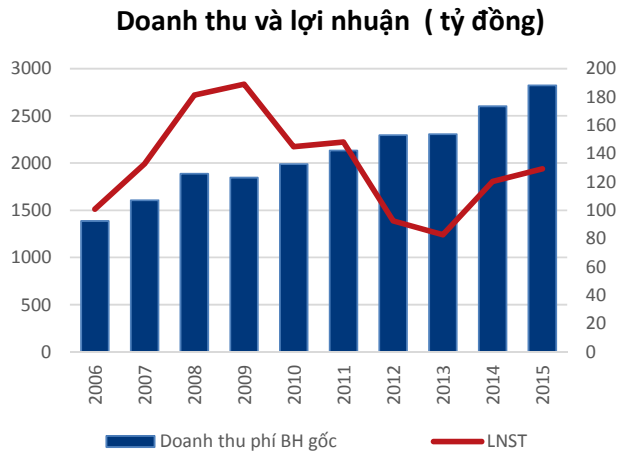
Trong năm 2015, BMI ghi nhận 2,822 tỷ đồng doanh thu bảo hiểm gốc (+8.5%), và 129.2 tỷ đồng LNST (+7.4% yoy). Trong đó, lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm đóng góp 40.4 tỷ đồng, tương ứng mức biên gộp 1.6%, giảm mạnh từ mức 2.4% năm 2014 dưới ảnh hưởng của các vụ cháy nổ lớn xảy ra làm gia tăng tỷ lệ bồi thường. Hoạt động đầu tư có diễn biến khả quan hơn với mức biên gộp 91 tỷ đồng (+28% yoy).

Trong quý 1/2016, BMI ghi nhận 779.3 tỷ đồng doanh thu phí bảo hiểm (+15.8% yoy), và 38.6 tỷ đồng LNST (+19% yoy). Đóng góp chính vào mức tăng lợi nhuận là lợi nhuận gộp từ hoạt động bảo hiểm đạt 26.8 tỷ đồng (+336% yoy) chủ yếu nhờ việc quản lý chi phí hiệu quả, làm giảm hệ số kết hợp về mức thấp nhất ngành 95.6%, mặc dù tỷ lệ bồi thường tăng mạnh. Hoạt động đầu tư chịu ảnh hưởng mạnh

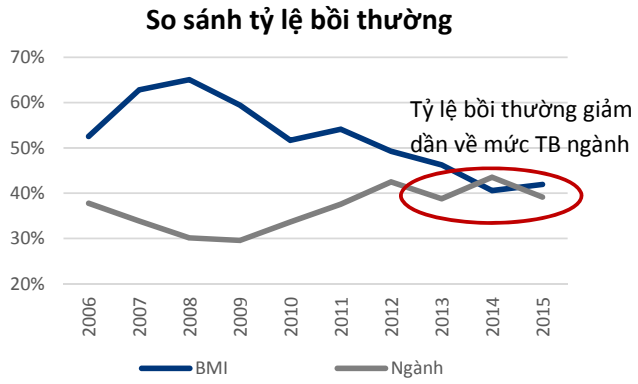
bởi chi phí tài chính lên quan đến SDF chuyển đổi qua MBB trong quý 1, do vậy giảm 56.4% và chỉ đạt 11.5 tỷ đồng.

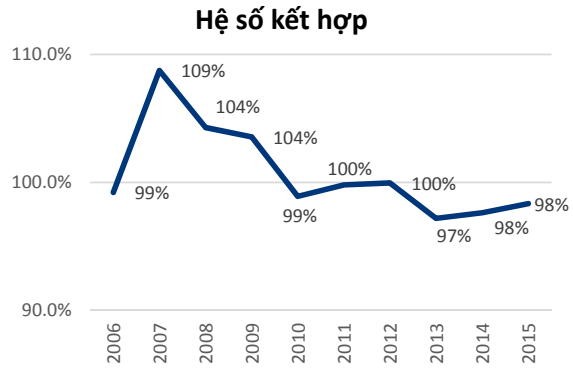
Hoạt động của BMI có 2 nguồn thu chính, bao gồm **(1)** Hoạt động bảo hiểm và **(2)** Hoạt động đầu tư. Trung bình giai đoạn 2013-2015, hoạt động bảo hiểm mang về 92.2% tổng doanh thu, và 39.4% LNTT. Mức đóng góp của hoạt động bảo hiểm trong LNTT của BMI là cao hơn hẳn so với mức trung bình 10% của thị trường do công ty duy trì được mức lợi nhuận tốt cho nghiệp vụ bảo hiểm, và do hoạt động đầu tư không mấy hiệu quả trong những năm qua.

NGHIỆP VỤ BẢO HIỂM GỐC

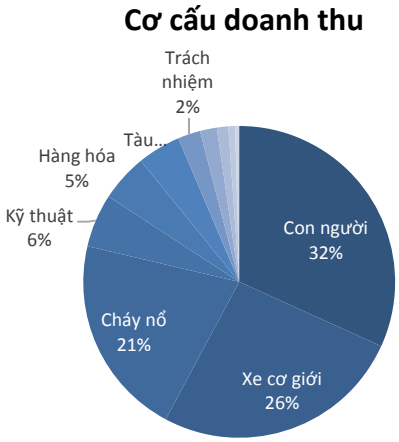


Định hướng tăng trưởng bền vững từ 2010. BMI ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu khá ổn định giai đoạn 2006 – 2015 với CAGR là 8.2%. Mức tăng trưởng này thấp hơn nhiều so với sự phát triển của thị trường bảo hiểm phi nhân thọ nói chung (14.2%). Tuy vậy, BMI chủ động đặt mục tiêu phát triển bền vững và tập trung quản lý rủi ro, mà không chú trọng vào việc tăng trưởng nóng và mở rộng thị phần. Xét về nghiệp vụ bảo hiểm, đây là định hướng đúng đắn giúp cải thiện tỷ lệ bồi thường của BMI, giảm mạnh từ mức trên 60% giai đoạn 2008 – 2009 về mức xấp xỉ 40% hiện nay, là mức tương đương với ngành.Theo đó, công ty đã bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm từ năm 2010.

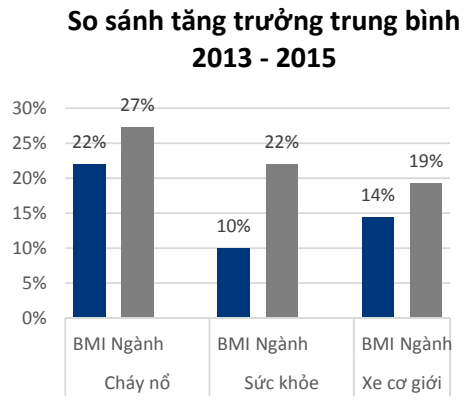


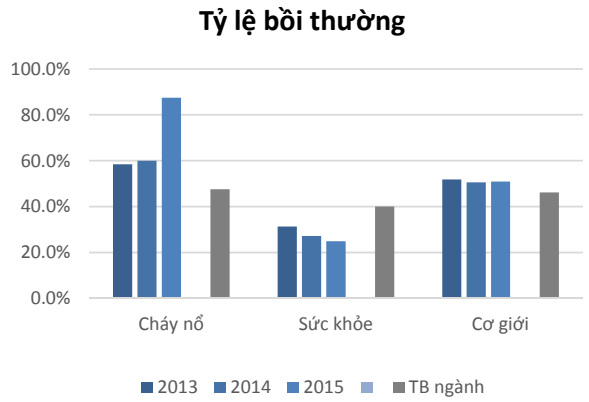


Nguồn: BCTC BMI, Cục quản lý và giám sát bảo hiểm



Cơ cấu các sản phẩm phí bảo hiểm gốc của BMI có 3 mảng sản phẩm chính, đóng góp tới 79% tổng phí bảo hiểm gốc của doanh nghiệp, bao gồm: Sức khỏe, xe cơ giới, và cháy nổ. Doanh thu phí bảo hiểm gốc của các mảng sản phẩm chính đều thấp hơn sức tăng trưởng trung bình của ngành, cũng là kết quả của việc không chú trọng tăng trưởng doanh thu của BMI. Khả năng kiểm soát bồi thường có sự phân hóa rõ rệt giữa các mảng sản phẩm: bảo hiểm cháy nổ của BMI có tỷ lệ bồi thường cao, trong khi bảo hiểm sức khỏe ở mức thấp và bảo hiểm cơ giới ở mức tương đương với trung bình ngành.





Nguồn: BCTC BMI, Cục quản lý và giảm sát bảo hiểm

Bảo hiểm sức khỏe

Bảo hiểm sức khỏe là mảng sản phẩm lớn nhất của BMI, đóng góp tới 32% doanh thu. Bảo hiểm sức khỏe có mức tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2013-2015 = 10%, thấp hơn đáng kể so với tăng trưởng chung của ngành là 22%. Tỷ lệ bồi thường của phân khúc này được kiểm soát tốt, liên tục giảm trong giai đoạn 2013-2015, về mức 25% và thấp hơn đáng kể so với chi phí bồi thường 40.1% của ngành. Với tỷ lệ bồi thường thấp và ổn định, mảng bảo hiểm sức khỏe đóng góp đáng kể cho lợi nhuận nghiệp vụ bảo hiểm của BMI.

Triển vọng mảng bảo hiểm sức khỏe là trung lập, với doanh thu được BSC dự báo tăng trưởng 7% trong năm 2016 do (1) định hướng của phát triển bền vững cho BMI. Trong kế hoạch 2016 – 2020, công ty tiếp tục duy trì định hướng phát triển bền vững cho mảng sản phẩm này với mức tăng trưởng dự kiến ở mức 7 -8%. **(2)** Ảnh hưởng từ bảo hiểm học sinh. Công văn số 4660 của Bộ Giáo Dục và Đào Tạo ngày 10/9/2015 đã không cho phép nhà trường đứng ra thu phí bảo hiểm từ học sinh từ năm học 2014-2015, tạo nên khó khăn cho các doanh nghiệp bảo hiểm trong việc tiếp cận, giới thiệu sản phẩm đến học sinh. Tỷ lệ bồi thường được dự báo ổn định ở mức trung bình 26% của 2 năm gần đây.

Bảo hiểm xe cơ giới

Mảng sản phẩm này đang đóng góp tới 26% tổng doanh thu của công ty, và chiếm mức thị phần 8.2% trong năm 2016. Doanh thu bảo hiểm xe cơ giới đạt mức tăng trưởng 14% giai đoạn 2013-2015, thấp hơn mức tăng 19.2% của ngành. Riêng trong 2015, doanh thu từ mảng bảo hiểm xe cơ giới của công ty tăng trưởng 15%, là mảng sản phẩm có sức tăng lớn nhất của BMI. Tuy vậy, so với sự tăng trưởng đột biến 24.7% của phí bảo hiểm xe cơ giới của ngành, mức tăng này cho thấy rõ hơn định hướng phát triển bền vững của BMI.

Tỷ lệ bồi thường của mảng bảo hiểm xe cơ giới duy trì ở mức 51%, trong khi mức bồi thường của ngành chỉ là 46%. Tuy vậy chúng tôi lưu ý rằng do tỷ lệ bồi thường có độ trễ và do tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc mảng bảo hiểm xe cơ giới của ngành tăng cao 24.7% năm 2015), tỷ lệ bồi thường bị giảm xuống so với mức thực tế. Khi tăng trưởng doanh thu ngành chững lại, sự khác biệt giữa tỷ lệ bồi thường của ngành và của BMI cho mảng sản phẩm này được kì vọng thu hẹp hơn.

BSC dự báo tăng trưởng doanh thu từ mảng bảo hiểm xe cơ giới của BMI sẽ ở mức 10 – 12%, thấp hơn mức tăng trưởng dự báo chung của ngành ở mức 15 -20%. Sự tăng trưởng tốt của sức tiêu thụ xe cơ giới nói chung sẽ là động lực tốt cho mảng bảo hiểm xe cơ giới của BMI, giúp doanh nghiệp có thể duy trì được mức tăng trưởng bền vững và có thể đề ra các tiêu chí kiểm soát rủi ro khắt khe. Tỷ lệ bồi thường dự kiến duy trì ở mức hiện tại.

Bảo hiểm cháy nổ

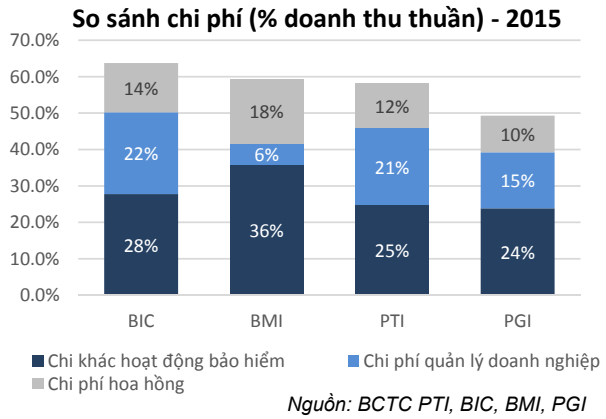
Bảo hiểm cháy nổ đóng góp 21% tổng doanh thu, là thế mạnh của BMI với mức thị phần lớn nhất 20.2%. Đây cũng là phân khúc có sức tăng trưởng tốt nhất trong các mảng sản phẩm của BMI với CAGR giai đoạn 2013-2015 là 22%, mặc dù vẫn thấp hơn mức 27% của ngành. Trong năm 2014, Thông tư liên tịch 214 yêu cầu 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, đã góp phần giúp phí bảo hiểm gốc của mảng cháy nổ BMI tăng mạnh 35%, trước khi chững lại ở mức 10% trong năm 2015.

Tỷ lệ bồi thường của phân khúc này luôn ở mức cao, xấp xỉ 60% . Riêng trong năm 2015, tỷ lệ bồi thường là 88%, do cháy nổ tăng đột biến. Một số vụ tổn thất nổi bật như cháy nhà máy dệt Hà Nam (60 tỷ); sự kiện bạo động 2014 (80 tỷ), thuốc lá Ngân Sơn (50 tỷ), Giày Sambo ($500,000).

BSC dự báo tăng trưởng doanh thu từ bảo hiểm cháy nổ sẽ ở mức 10%, tương đương với năm 2015. Triển vọng mảng bảo hiểm cháy nổ chủ yếu phụ thuộc vào đà đi lên của thị trường bất động sản. Tỷ lệ bồi thường được BSC dự báo sẽ đi về mức trung bình 60% của những năm trước đây.

Quản lý chi phí

Chi phí bồi thường giảm mạnh bắt đầu từ 2010, về mức trung bình ngành, nhờ định hướng chú trọng quản lý rủi ro của BMI. Lưu ý rằng bảo hiểm cháy nổ vốn có chi phí bồi thường ở mức cao, đã kéo chi phí bồi thường của BMI cao hơn so với các doanh nghiệp đầu ngành khác, và hiện đang tương đương với trung bình ngành. Mặc dù vậy, chúng tôi lưu ý rằng phần lớn bảo hiểm cháy nổ của công ty đã được nhượng tái, do vậy mức thực chi bồi thường của doanh nghiệp chỉ ở mức 40.7%.



Nguồn: BCTC PTI, BIC, BMI, PGI

Bên cạnh chi phí bồi thường, các chi phí liên quan quyết định trọng yếu đến biên lợi nhuận của hoạt động bảo hiểm, bao gồm chi phí hoa hồng, chi phí quản lý doanh nghiệp, và chi phí khác. Tổng cộng các chi phí này chiếm tới 60% doanh thu thuần của BMI trong năm 2015, cao thứ 2 trong số các doanh nghiệp đầu ngành, sau BIC. Các chi phí của BMI còn theo xu hướng tăng, từ mức 54% năm 2013, chủ yếu ở chi phí khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm, bao gồm: Chi phí liên quan đến hoạt động khai thác bảo hiểm như lương nhân viên, chi phí tiếp kacsh, chi phí quản lý bảo hiểm.... Mức tỷ trọng trên doanh thu thuần của các chi phí này tăng từ 33% năm 2013 lên mức 39% năm 2014-2015, phản ánh tính cạnh tranh cao trên thị trường bảo hiểm Việt Nam những năm gần đây.

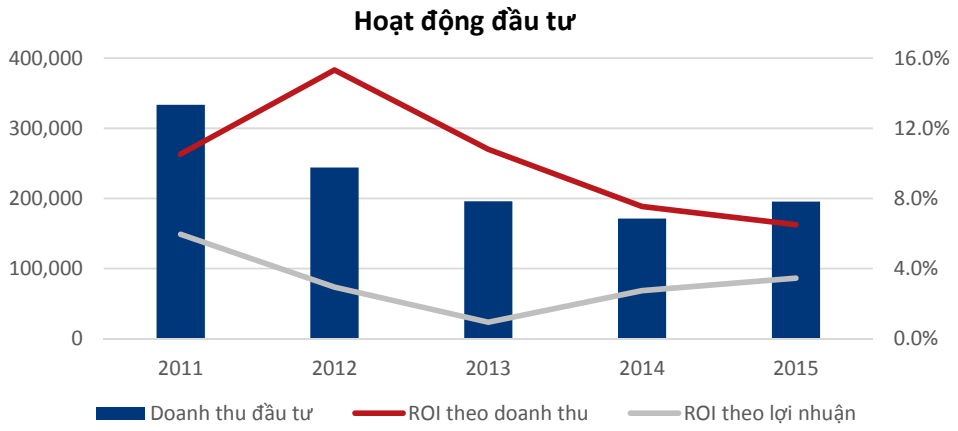
Triển vọng hoạt động nghiệp vụ bảo hiểm bền vững. Chúng tôi đánh giá cao hiệu quả từ định hướng phát triển bền vững của BMI. Công ty đã giảm mạnh tỷ lệ bồi thường, duy trì mức hệ số kết hợp thấp nhất ngành, và có sự quản lý chi phí hiệu quả. Sự tăng trưởng tốt từ ngành cũng giúp công ty ghi nhận được sức tăng trưởng hợp lý, đồng thời có sự chọn lọc đầu vào tạo điều kiện thuận lợi cho công tác quản lý rủi ro. Trong các năm tới, chúng tôi kỳ vọng hoạt động nghiệp vụ bảo hiểm tiếp tục ổn định và bền vững.

HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ

Các doanh nghiệp bảo hiểm sử dụng nguồn tiền thu về từ hoạt động bảo hiểm, và từ vốn chủ sở hữu để đầu tư sinh lời. Do lượng tiền thu về hàng năm là rất lớn, hoạt động đầu tư quyết định kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bảo hiểm, với mức đóng góp vào lợi nhuận gộp trung bình là 90%. Đối với BMI, mức đóng góp này là 70% trong năm 2015. Hoạt động đầu tư của doanh nghiệp gặp khó các năm vừa qua, nhưng dự báo sẽ có mức đóng góp tốt năm nay với các khoản thoái vốn đầu tư giúp ghi nhận lợi nhuận đột biến,

Doanh thu đầu tư của BMI liên tục giảm giai đoạn 2011 – 2014, và tăng nhẹ trong 2015. Công ty phải liên tục ghi nhận các khoản dự phòng giảm giá đầu tư, khiến tỷ suất đầu tư tính trên lợi nhuận đầu tư ở mức rất thấp, trung bình 3.2% giai đoạn 2011-2015. Tỷ suất đầu tư tính trên doanh thu đầu tư cũng liên tục giảm từ mức 15.3% năm 2012 về mức 6.5% năm 2015. Mức tỷ suất đầu tư này hiện đang thấp hơn

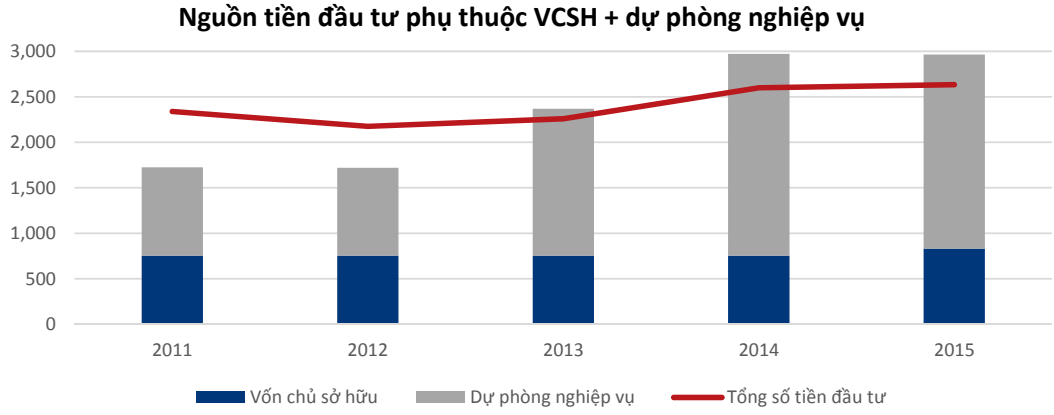
so với tỷ suất đầu tư trung bình của ngành là 7%. Hoạt động đầu tư được quyết định bởi tổng giá trị đầu tư, và cơ cấu đầu tư.



Nguồn: BCTC BMI

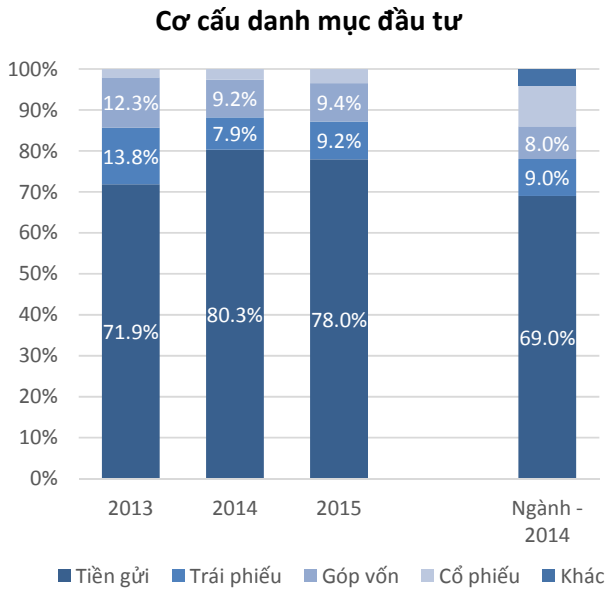
Tổng giá trị đầu tư

Tổng giá trị đầu tư của BMI đạt 2,633.5 tỷ đồng, tại thời điểm cuối 2015, tăng nhẹ 1.3% yoy. Số tiền đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm đến từ **(1)** vốn chủ sở hữu **(2)** nguồn tiền từ doanh thu sau khi trừ các chi phí bằng tiền liên quan (tương đương với dự phòng bảo hiểm). Trong năm 2015, do tăng trưởng phí bảo hiểm gốc chỉ ở mức bền vững 8.5%, và do công ty phải chi trả tiền bồi thường nhiều liên quan đến các tổn thất cháy nổ, khiến tăng trưởng trong lượng tiền đầu tư thấp hơn đáng kể so với mức tăng trung bình 9% của 2 năm 2013 và 2014.

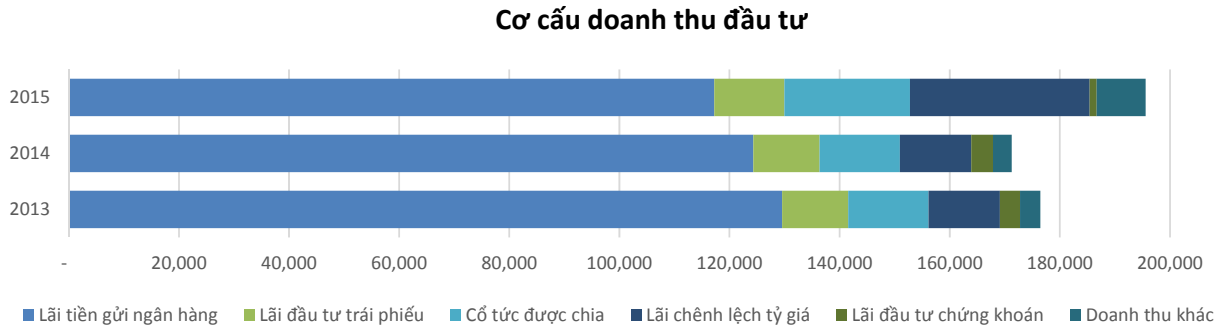


Nguồn: BCTC BMI

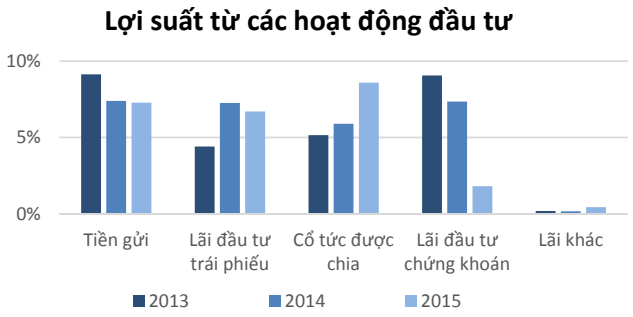
Cơ cấu đầu tư



Cơ cấu đầu tư của BMI khá ổn định, và theo đuổi định hướng đầu tư thận trọng. Giai đoạn 2013-2015, tỷ trọng tiền gửi trong cơ cấu đầu tư tăng mạnh từ mức trung bình ngành (71%) lên mức 78%. Bên cạnh đó, cơ cấu đầu tư vào cổ phiếu của BMI chỉ chiếm 3.5% tổng giá trị đầu tư, mặc dù đã tăng từ mức 2.0% của năm 2013, nhưng vẫn là rất thấp so với mức trung bình của ngành là 10%. Việc BMI dành tỷ trọng cao vào tiền gửi, trong bối cảnh lãi suất tiền gửi đang ở mức đáy, và tỷ trọng đầu tư cổ phiếu thấp, làm giảm đáng kể tỷ suất đầu tư của công ty. Ngược lại, các khoản đầu tư dài hạn của công ty hiện đang được ghi nhận ở giá gốc, nhưng có giá trị thị trường cao hơn đáng kể và sẽ giúp doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận đột biến khi quyết định thoái vốn. Do cơ cấu đầu tư khá ổn định qua các năm, BSC dự báo BMI sẽ duy trì cơ cấu này trong các năm tới.



Nguồn: BCTC BMI



Nguồn: BCTC BMI

Trong năm 2015, thay đổi lớn nhất trong cơ cấu doanh thu đầu tư của BMI là sự tăng lên của lãi chênh lệch tỷ giá. Bảo Minh có nhiều khoản nhượng tái bảo hiểm liên quan đến lượng bảo hiểm cháy nổ, do vậy những biến động về tỷ giá có ảnh hưởng đến các khoản tiền bồi thường nhượng tái công ty được nhận. Trong năm 2015, việc VND bị phá giá nhiều lần đã giúp doanh nghiệp ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá 32.6 tỷ đồng (+151.7%). Lưu ý rằng chúng tôi không bao gồm lãi/lỗ tỷ giá trong mô hình định giá BMI.

Lợi suất đầu tư của BMI nhìn chung không có nhiều biến động. Tuy vậy danh mục đầu tư chứng khoán không mang lại lợi nhuận đáng kể khi mức lợi suất cổ tức và lợi suất đầu tư chứng khoán chỉ xấp xỉ hoặc thấp hơn mức lãi tiền gửi của công ty.

Danh mục đầu tư

Danh mục đầu tư ngắn hạn của Bảo Minh kém hiệu quả, việc lựa chọn thời điểm đầu tư không hiệu quả đã gây ra chi phí trích lập dự phòng giảm giá đầu tư ngắn hạn lớn (dự phòng 23 tỷ đồng trên giá gốc 59 tỷ

đồng). Khoản đầu tư có giá trị lớn nhất là CTCP Vận tải Biển Bắc (NOS) trị giá 20 tỷ đồng, nhưng đã được trích lập dự phòng về mức 1.2 tỷ đồng

Danh sách chứng khoán đầu tư (tại Q1/2016)	Giá gốc (tỷ đồng)	Giá 31/12/2015	Lãi/Lỗ
VNM	6,206	6,400	194
VTH	984	996	12
CNG	2,937	2,666	(271)
DPM	7,368	5,820	(1,548)
NTL	3,789	3,000	(789)
MBB	2,925	2,920	(5)
NOS	20,000	1,200	(18,800)
FPT	5,185	4,830	(355)
TCT CP TV Thiết kế dầu khí	6,762	4,882	(1,880)
CTCP ĐLGNVTXD Tân Cảng	2,794	2,760	(34)
Tổng	58,951	35,476	(23,475)

Các khoản đầu tư cổ phiếu dài hạn của BMI gồm 3 khoản đầu tư lớn: VNR, PTI và SDF. Trong đó các khoản đầu tư vào VNR và PTI có giá trị thị trường lớn hơn rất nhiều so với giá trị sổ sách. Khoản đầu tư vào SDF đã được chuyển đổi sang cổ phiếu MBB và chuyển sang danh mục đầu tư ngắn hạn trong quý 1/2016. Khoản đầu tư vào PTI đã được bán ra, dự kiến ghi nhận lợi nhuận trong quý 2/2016.

Danh sách đầu tư dài hạn (2015)	Mã	31/12/2014	31/12/2015	31/3/2016	SLCP	Giá thị trường
CTCP Bảo hiểm Bưu điện	PTI	48,020	48,020	48,020	4,445,280	124,468
CTCP Cấp nước Thủ Đức	TDW	1,278	1,278	1,278		1,278
CTCP Thương mại và Dịch vụ Dầu khí Vũng Tàu	VMG	211	211			-
CTCP Khách sạn Hạ Long		6,000	6,000	6,000		6,000
CTCP Khách sạn Sài Gòn Kim Liên		7,618	7,618	7,618		7,618
CTCP Xi măng Hà Tiên	HT1	779	779	779		779
CTCP Tái bảo hiểm Việt Nam	VNR	43,218	43,218	43,218	8,427,510	171,921
Quỹ Đầu tư tăng trưởng VN	VF2	4,927	4,927	4,927		4,927
CTCP Rượu bia và nước giải khát Sài Gòn		7,000	7,000	7,000		7,000
CT tài chính cổ phần Sông Đà	SDF	80,000	80,000	-		-
Tổng		**199,665**	**199,056**	**118,340**		**323,991**

Khoản đầu tư vào công ty liên doanh (Công ty bảo hiểm Liên hiệp UIC) có giá trị đến 31/12/2015 là 254 tỷ đồng (Bảo Minh chiếm 48,5%). Công ty Bảo hiểm liên hiệp được thành lập do sự liên doanh giữa Bảo Minh và 2 đối tác Nhật Bản và Hàn Quốc, chuyên cung cấp dịch vụ Bảo hiểm cho các doanh nghiệp Nhật Bản và Hàn Quốc. Hàng năm vẫn mang lại lợi nhuận khoảng 20 – 30 tỷ đồng cho Bảo Minh.

Các khoản đầu tư trái phiếu: Cuối năm 2014, tổng giá trị trái phiếu trong danh mục đầu tư dài hạn của BMI là 221 tỷ đồng, trong đó có khoản dự phòng giảm giá 55 tỷ cho Trái phiếu của Vinashin và trái phiếu của Công ty Sông đà Thăng Long. Cuối năm 2015, các khoản dự phòng này đã được xử lý và loại khỏi bảng cân đối kế toán, tổng giá trị trái phiếu đầu tư của công ty chỉ còn 140 tỷ đồng.

Triển vọng hoạt động đầu tư khả quan

Chúng tôi cho rằng hoạt động đầu tư sẽ có diễn biến khả quan từ năm 2016 do:

(1) Dự phòng đã được trích lập và xử lý cho hầu hết các khoản đầu tư không hiệu quả như SDF, các khoản trái phiếu Vinashin và sông đà Thăng Long. Việc xử lý giúp nâng cao chất lượng tài sản, giảm giá trị sổ sách. Việc này cũng giúp giảm áp lực trích lập dự phòng các năm tới, và giúp nâng ROI của BMI lên mức gần hơn với trung bình ngành

(2) Lợi nhuận đột biến từ các khoản thoái vốn. Trong quý 2/2016, BMI đã bán toàn bộ sở hữu tại PTI, mang lại doanh thu và lợi nhuận trước thuế đột biến khoảng 76 tỷ đồng. Công ty cũng đã có nghị quyết thoái vốn khỏi công ty cổ phần chứng khoán Bảo Minh (BMSC) bằng phương thức đấu giá với giá khởi điểm là 11,000 VND/cổ phiếu. Mức giá khởi điểm này tương ứng với xấp xỉ 20 tỷ đồng lợi nhuận.Tuy vậy, do chưa có kết quả chắc chắn, chúng tôi không bao gồm khoản lợi nhuận từ hoạt động thoái BMSC vào model định giá BMI. Các khoản đột biến này sẽ giúp nâng cao giá trị sổ sách của BMI về mức gần hơn với giá trị thực, cung cấp nguồn tiền để có thể đầu tư hiệu quả hơn, hỗ trợ hoạt động đầu tư của các năm tới.

(3) Thuận lợi từ mặt bằng lãi suất được dự báo cải thiện

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

	2013	2014	2015	Q1 2016	TB ngành - 2015
Cơ cấu tài sản					
% tài sản ngắn hạn	60.32%	55.11%	57.21%	71.87%	75.00%
% tài sản dài hạn	39.68%	44.89%	42.79%	28.13%	25.00%
Cơ cấu nguồn vốn					
% nợ ngắn hạn	38.45%	56.99%	56.65%	55.68%	63.20%
% dự phòng BH	24.94%	40.64%	41.51%	39.34%	50.80%
% nợ dài hạn	0.01%	0.01%	0.81%	0.06%	1.30%
% VCSH	61.53%	43.00%	42.54%	44.26%	35.50%
Khả năng sinh lời					
% LN gộp bảo hiểm	2.98%	2.47%	1.74%	3.00%	1.00%
Hệ số LNTT/DTT	5%	7%	6%	6.90%	7.00%
ROA	2.00%	3.00%	3.18%	2.70%	3.0%
ROE	3.76%	5.31%	5.47%	6.30%	8.20%
Khả năng hoạt động					
Tỷ lệ bồi thường BH giữ lại	46.24%	40.56%	41.92%	41.53%	41.70%
Hệ số kết hợp(*)	97.02%	97.53%	98.26%	97.00%	99.00%
Dự phòng bồi thường / DT	19.49%	36.81%	30.16%	27.20%	40.90%

(*) Giá trị trung bình ngành được ước tính bằng mức trung bình của PTI, PGI, BMI và BIC

Nguồn BSC Research

Để đánh giá tài chính doanh nghiệp của BMI, chúng tôi tập trung phân tích ba điểm chính sau: ***(1)*** Cơ cấu Tài sản, ***(2)*** Khả năng sinh lời, và ***(3)*** Năng lực hoạt động.

Cơ cấu tài sản dịch chuyển dần sang tài sản ngắn hạn, gần hơn với trung bình ngành. Xu hướng này sẽ được duy trì trong thời gian tới, do các hoạt động thoái vốn của công ty, cũng như định hướng xử lý các khoản đầu tư không hiệu quả.

Khả năng sinh lời cao hơn so với ngành. Hoạt động bảo hiểm của Bảo Minh ở mức tốt so với ngành, với mức biên lợi nhuận gộp nghiệp vụ bảo hiểm trung bình ở mức 2.55%, so với 1% của ngành. Ngược lại, hoạt động đầu tư kém hiệu quả đã khiến ROE và ROA của BMI thấp hơn so với ngành. Chúng tôi cho rằng các chỉ số này của BMI sẽ được cải thiện đáng kể trong năm 2016 nhờ các lợi nhuận đột biến từ các thương vụ thoái vốn trong năm. Chúng tôi kỳ vọng khả năng sinh lời của BMI sẽ dịch chuyển dần về mức trung bình ngành, khi việc tái cơ cấu đầu tư của BMI hoàn thành.

Khả năng hoạt động tốt: BMI tỷ lệ bồi thường tương đương với ngành. Đây là một kết quả khả quan do doanh nghiệp chỉ có mức tăng trưởng doanh thu thấp hơn trung bình ngành, và phản ánh sự hiệu quả trong công tác quản lý tỷ lệ bồi thường của BMI. Hệ số kết hợp của BMI cũng ở mức thấp so với ngành, cho thấy khả năng quản lý chi phí liên quan là ghi nhận lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm.

Tỷ lệ trích lập dự phòng bồi thường còn thấp. So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, trích lập dự phòng của BMI còn ở mức thấp, khi tổng giá trị dự phòng chỉ chiếm 40% tổng tài sản (so với mức 50% của ngành) và giá trị dự phòng bồi thường ở mức 30% (so với mức 40% của ngành). Điều này có thể là kết quả của (1) Khả năng giái quyết bồi thường nhanh chóng giúp giảm hồ sơ bồi thường tồn đọng, hoặc (2) Chưa trích lập dự phòng đầy đủ gây rủi ro cho tương lai. Với định hướng phát triển bền vững được áp dụng từ sớm (năm 2010), chúng tôi không lo lắng nhiều về khả năng giải quyết bồi thường và trích lập dự phòng của BMI.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2016: Chúng tôi ước tính doanh thu phí bảo hiểm gốc có thể đạt 3,089 tỷ đồng (+9.5% yoy). Biên lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm được dự đoán ở mức 2.2%, tăng nhẹ so với mức 1.6% của năm 2015 và ở mức tương đương với giá trị biên trung bình của giai đoạn 2013-2015. Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư ước tính tăng tốt 60% , do công ty ghi nhận các khoản lãi bất thường trong năm 2015. Lãi/lỗ tỷ giá được chúng tôi loại trừ trong các tính toán định giá BMI

Giai đoạn 2017-2020: Với định hướng phát triển bền vững, doanh thu được chúng tôi dự báo đạt CAGR 2016-2020= 8.4%. Tỷ lệ bồi thường được kỳ vọng giảm về mức 38%, tương đương với mức trung bình của thị trường. Biên lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm sẽ duy trì ở mức 1.9%. ROI được dự báo cải thiện đáng kể, sau khi việc tái cơ cấu danh mục đầu tư được hoàn thành.

Chỉ tiêu	Giả định
Doanh thu phí bảo hiểm gốc	
Xe cơ giới	Tăng trưởng 13.5% năm 2015 và giảm dần về mức bền vững 10% vào 2020
Sức khỏe	Tăng trưởng 7% năm 2015-2016 và giảm về 6% vào 2020
Tài sản kỹ thuật	Tăng trưởng 5% năm 2015-2016 và tăng dần lên mức bền vững 8%, khi các sản phẩm mới được giới thiệu vào thị trường
Khác	Có mức tăng trưởng bền vững khoảng 5-7%
Tỷ lệ bồi thường	
Xe cơ giới	Duy trì ở mức 51% như hiện tại
Sức khỏe	Ở mức 28% năm 2016 và giảm dần về mức 26%
Tài sản kỹ thuật	Ở mức trung bình 32%
Khác	Duy trì ở mức tương đương mức trung bình của các năm trước
Hoạt động đầu tư	
Lãi suất	Lãi suất tiền gửi ở mức thấp trong khoảng 1%- 7%/năm cho năm 2015, tăng nhẹ dần lên đến mức giao động 1.5% - 9% tùy thời hạn gửi
Chi phí	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Duy trì ở mức 6.1%
Cổ tức	
Cổ tức	Cổ tức duy trì ở mức 10%

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị MUA trung và dài hạn cổ phiếu BMI với giá mục tiêu 1 năm là 31,800 VND/cp, tăng 19.2% so với mức giá đóng cửa ngày 11/7/2015 theo phương pháp định giá PB và PE.

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 BMI.

Phương pháp so sánh P/B	
VCSH (tỷ đ)	2,377
Điều chỉnh theo giá trị đầu tư cổ phiếu	128.7
VCSH đã điều chỉnh	2,506.0
BV đã điều chỉnh	30,383

Phương pháp P/B

- BV 2016 của BMI ước tính đạt 30,383 VND/cp. Giá trị này đã được điều chỉnh theo mức lãi đầu tư chưa ghi nhận từ danh mục đầu tư chứng khoán dài hạn (VNR)
- P/B lấy bằng 1.1, là giá trị P/B trung vị của các doanh nghiệp trong nước và khu vực

=> **Giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu BMI theo P/B là 33,318 VND /cp**

Phương pháp P/E

- Adjusted EPS 2016, phản ánh EPS từ hoạt động thường xuyên, loại trừ khoản lợi nhuận đột biến từ hoạt động đầu từ và các lãi lỗ liên quan đến tỷ giá, ước tính đạt 1,778 VND/cp.
- P/E = 15.95, là giá trị P/E trung bình của các doanh nghiệp trong nước và khu vực

=> **Giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu BMI theo P/E là 28,370 VND/cp**

Tổng hợp hai 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 phương pháp P/E. Cụ thể:

Phương pháp	Giá hợp lý	Trọng số	Giá mục tiêu
P/B	33,318	70%	**31,834**
P/E	28,370	30%	

PHỤ LỤC

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2015-2019

(triệu đồng)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DT phí bảo hiểm	3,139	3,354	3,681	4,008	4,333	4,678
Phí nhượng tái BH	-823	-850	-951	-1,038	-1,124	-1,214
DTT	**2,078**	**2,316**	**2,504**	**2,731**	**2,970**	**3,209**
Hoa hồng nhượng tái và doanh thu khác	136	128	144	159	173	190
Doanh Thu thuần HĐKD bảo hiểm	**2,452**	**2,633**	**2,875**	**3,129**	**3,383**	**3,653**
Chi bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại	**-971**	**-983**	**-1,064**	**-1,141**	**-1,225**	**-1,311**
Giảm (Tăng) dự phòng bồi thường	106	-42	-86	-83	-84	-91
Tăng dự phòng bồi thường nhượng tái	-91	23	85	73	72	76
Tổng chi bồi thường	-942	-979	-1,039	-1,122	-1,207	-1,293
Tăng giảm dự phòng giao động lớn	-3	-26	-29	-31	-33	-36
Chi phí khác	-1,320	-1,408	-1,553	-1,708	-1,863	-2,011
Tổng chi phí HDKD	**-2,412**	**-2,575**	**-2,794**	**-3,051**	**-3,308**	**-3,562**
Lợi nhuận gộp HĐKD bảo hiểm	**40**	**58**	**81**	**78**	**75**	**91**
LNG HĐ Tài chính	**91**	**146**	**108**	**123**	**129**	**137**
Lợi nhuận thuần	**131**	**204**	**189**	**201**	**204**	**228**
Lợi nhuận khác	-2	1	1	1	1	1
Tổng LN trước thuế	**154**	**226**	**211**	**223**	**226**	**250**
EPS/share ('000 VND)	**1,520**	**2,226**	**2,080**	**2,200**	**2,229**	**2,468**

DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN GIAI ĐOẠN 2015 – 2019

(Tỷ đồng)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TÀI SẢN NGẮN HẠN	**3,680**	**4,346**	**4,698**	**5,043**	**5,404**	**5,822**
Tiền và tương đương tiền	**341**	**874**	**944**	**1,012**	**1,101**	**1,224**
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	**1,372**	**1,360**	**1,421**	**1,492**	**1,558**	**1,633**
Các khoản phải thu ngắn hạn	609	651	714	777	841	907
Hàng tồn kho	4	4	5	5	6	6
Tài sản ngắn hạn khác	344	377	412	446	482	520
Tai san tai bao hiem	1,009	1,081	1,202	1,311	1,418	1,532
TÀI SẢN DÀI HẠN	**1,441**	**1,275**	**1,307**	**1,341**	**1,373**	**1,409**
Tài sản cố định	439	460	465	468	470	473
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	920	745	773	805	836	871
Tài sản dài hạn khác	82	70	69	68	67	66
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	**5,120**	**5,621**	**6,005**	**6,384**	**6,777**	**7,232**
NỢ PHẢI TRẢ	**2,814**	**3,238**	**3,555**	**3,859**	**4,168**	**4,529**
Nợ ngắn hạn	2,813	3,227	3,541	3,842	4,158	4,516
Nợ dài hạn	0	11	14	17	10	13
VỐN CHỦ SỞ HỮU	**2,307**	**2,384**	**2,450**	**2,525**	**2,609**	**2,703**
TỔNG NGUỒN VỐN	**5,120**	**5,621**	**6,005**	**6,384**	**6,777**	**7,232**
Giá trị sổ sách ('VND)	**27,779**	**28,833**	**29,668**	**30,603**	**31,542**	**32,697**

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

Ticker	Mkt Cap (VND)	P/E	ROE	P/B
Median	3,342,330.77	15.95	10.55	1.10
Average	18,662,395.74	16.98	13.73	1.52
BVH VN Equity	42,529,464.63	37.05	9.01	3.30
2816 TT Equity	1,752,821.51	34.20	2.04	0.72
AHAP IJ Equity	279,306.20	24.19	4.51	0.88
BIC VN Equity	2,849,828.55	19.46	8.18	1.40
MHBS MK Equity	3,227,538.12	18.69	4.03	0.75
2852 TT Equity	2,354,346.38	18.45	3.70	0.68
MPHB MK Equity	5,483,284.98	18.12	3.75	0.62
NRCP PM Equity	945,529.87	17.90	1.83	0.39
MREI IJ Equity	3,408,432.80	17.14	19.53	3.09
BKI TB Equity	24,225,214.49	17.06	6.95	1.10
000400 KS Equity	6,566,202.45	16.78	4.64	0.71
ABDA IJ Equity	7,491,995.08	16.46	22.57	3.37
LPI MK Equity	29,606,582.58	16.30	20.12	3.26
HICL PA Equity	428,613.51	15.95	14.60	2.29
BMI VN Equity	2,209,127.02	15.51	6.38	0.98
2851 TT Equity	5,305,680.49	14.64	5.49	0.82
TIH MK Equity	6,057,026.36	14.61	16.74	2.33
000810 KS Equity	237,544,429.88	14.24	7.18	0.99
5878 TT Equity	696,671.46	13.69	17.59	2.34
HASU SL Equity	445,034.94	13.60	10.22	1.42
CHARAN TB Equity	252,882.53	12.99	5.16	0.66
AGIC PA Equity	223,728.02	12.86	15.96	1.90
NSI TB Equity	748,823.83	12.33	7.66	0.99
PGI VN Equity	1,149,782.33	12.02	11.22	1.37
SMK TB Equity	6,211,149.80	11.70	18.45	2.06
CYAN PA Equity	807,546.51	11.32	9.43	1.51
VNR VN Equity	2,673,949.11	11.16	8.92	1.00

Nguồn: Bloomberg

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 PhòngTư 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%