



TCT CỔ PHẦN BẢO HIỂM PJICO (HSX: PGI)

Triển vọng tích cực nhờ hạng tín nhiệm tốt

Chỉ tiêu (triệu đồng)	Q3-FY18	Q2-FY18	+/- QoQ	Q3-FY17	+/- YoY
Doanh thu thuần	554.399	618.316	-10,3%	511.868	8,3%
Lợi nhuận sau thuế	31.250	39.276	-20,4%	18.827	66,0%
EBIT	39.242	47.611	-17,6%	23.665	65,8%
Tỷ suất EBIT	7,1%	7,7%	-8,1%	4,6%	53,1%

Nguồn: PGI, RongViet Securities

Kết quả kinh doanh 9T2018

Doanh thu phí bảo hiểm gốc 9T2018 đạt 2.012 tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ năm 2017 và hoàn thành 74% kế hoạch năm. Tổng chi bồi thường là 817 tỷ đồng, giảm 8% YoY. Tỷ lệ bồi thường trên phí gốc ước đạt 53,5%, tỷ lệ chi phí ước đạt 46,7% (đã loại trừ tác động của Thông tư 50/2017/TT-BTC (TT 50))*). Theo đó lợi nhuận trước thuế 9T2018 của PGI là 131 tỷ đồng, tăng 8% so với cùng kỳ 2017 và hoàn thành 77% kế hoạch.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2018 và 2019

Năm 2018, doanh thu phí gốc của PGI có thể tăng 5,7% so với năm 2017. Tỷ lệ bồi thường ở mức 53,75%, không giảm so với năm 2017 bởi tình hình bồi thường ở mảng xe cơ giới chịu tác động bất lợi tình trạng giá phụ tùng thay thế tăng trong khi lượng ô tô bán ra sụt giảm mạnh. Tỷ lệ chi phí cải thiện đáng kể về mức 46,6%, so với mức trung bình 49,8% trong 3 năm gần đây. Như vậy, tỷ lệ kết hợp năm 2018 là 100,4% và nghiệp vụ bảo hiểm bị lỗ kỹ thuật nhẹ. Lãi suất tiền gửi đang tăng và thị trường chứng khoán thường tốt lên vào cuối năm dự kiến cho tỷ suất đầu tư đạt 7,4% khi công ty đã tăng tỷ trọng cổ phiếu trong danh mục. Lợi nhuận đầu tư tăng 16% so với năm 2017. EPS 2018 dự kiến đạt 1.593 đồng.

Năm 2019, chúng tôi dự báo doanh thu phí gốc có thể tăng 7,8% so với năm 2018. Tỷ lệ bồi thường ở mức 53,55% chủ yếu do giá phụ tùng thay thế được dự báo vẫn tiếp tục tăng. Tỷ lệ chi phí và tỷ lệ kết hợp lần lượt đạt 46,4% và 99,9%. Hoạt động đầu tư dự kiến đạt mức tỷ suất sinh lời 7,7%. EPS đạt 1,966 đồng.

Quan điểm và định giá

Hoạt động kinh doanh bảo hiểm cho thấy triển vọng tích cực khi công ty đạt được kết quả xếp hạng tín nhiệm tốt và cơ cấu sản phẩm tập trung nhiều hơn vào các nghiệp vụ có tình hình bồi thường tốt. Mảng bảo hiểm xe cơ giới đã hình thành một mặt bằng chi phí bồi thường cao hơn sẽ là một yếu tố bất lợi tuy không lớn vì công ty sẽ giảm khai thác phân khúc này. Ngoài ra, lãi suất tiền gửi có xu hướng tăng sẽ hỗ trợ tích cực cho hoạt động đầu tư trong các năm tới.

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu về mức **20.100 đồng**, giảm 19% so với định giá trong báo cáo gần nhất, chủ yếu do chiết khấu vấn đề thanh khoản. Với cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng tới là **1.200 đồng/cổ phiếu**, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** với tổng mức sinh lời kỳ vọng là **20%** dựa trên mức giá đóng cửa 17.800 đồng/cp ngày 4/12/2018.

(*) Thông tư 50/2017/TT-BTC hướng dẫn ghi nhận riêng doanh thu và chi phí đầu tư từ nguồn quỹ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm, không ghi nhận chung với doanh thu và chi phí đầu tư từ nguồn vốn chủ sở hữu như trước đây.

TÍCH LŨY +20%

Giá thị trường (VND)	17.800
Giá mục tiêu (VND)	20.100

Cổ tức tiền mặt (VND) * 1.200

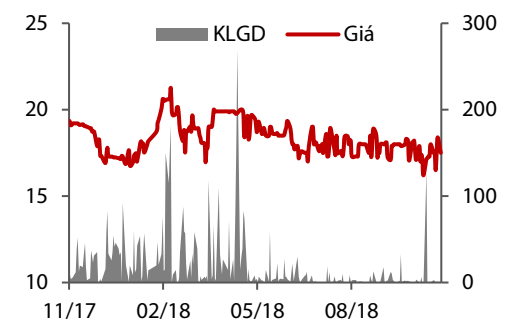
(*) Dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bảo hiểm
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.477
SLCPDLH (triệu cp)	88.718
Beta	-0,07
Free Float (%)	50,5
Giá cao nhất 52 tuần	21.266
Giá thấp nhất 52 tuần	16.200
KLGD bình quân 20 phiên (cp)	7.313

	FY17	Hiện tại
EPS	1.654	1,521
Tăng trưởng EPS (% YoY)	-1,5	14,1
EPS pha loãng	-	-
P/E	12,9	11,6
P/B	1,2	1,1
EV/EBITDA	-	-
Tỷ suất cổ tức	5,6	6,8
ROE (%)	10,7	9,4

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn xăng dầu Việt Nam	40,9
Samsung Fire and Marine Insurance	20,0
NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam	8,0
TCT CP Tái Bảo Hiểm Quốc Gia Việt Nam	7,0
Sở hữu nhà đầu tư NN còn lại (%)	29,0

Phạm Thị Tố Tâm

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1530

tam.ptt@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q3/2018

Chỉ tiêu (triệu đồng)	Q3-FY18	Q2-FY18	+/- (qoq)	Q3-FY17	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	554.399	618.316	-10,3%	511.868	8,3%
Lợi nhuận gộp	94.766	119.848	-20,9%	62.508	51,6%
Lợi nhuận gộp điều chỉnh (*)	67.899	93.008	-27,0%	62.508	8,6%
Chi phí bán hàng và quản lý	83.235	83.282	-0,1%	78.352	6,2%
Thu nhập HKKD	11.531	36.566	-68,5%	(15.844)	-172,8%
EBITDA	31.433	40.276	-22,0%	16.708	88,1%
EBIT	39.242	47.611	-17,6%	23.665	65,8%
Chi phí tài chính	-	-		-	
- Chi phí lãi vay	-	-		-	
Khấu hao	7.809	7.336	6,5%	6.957	12,2%
Khoản mục không thường xuyên (**)	-	-		-	
Khoản mục bất thường (**)					
Lợi nhuận trước thuế	39.242	47.611	-17,6%	23.665	65,8%
Lợi nhuận sau thuế	31.250	39.276	-20,4%	18.827	66,0%
LNST điều chỉnh các khoản mục (**)	31.250	39.276	-20,4%	18.827	66,0%

Nguồn: PGI, Rong Viet Securities

Bảng 2: Phân tích HKKD Q3/2018

Chỉ tiêu	Q3-FY18	Q2-FY18	+/- (qoq)	Q3-FY17	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	17,1	19,4	-2,3 bps	12,2	4,9 bps
EBITDA/Doanh thu	5,7	6,5	-0,8 bps	3,3	2,4 bps
EBIT/Doanh thu	7,1	7,7	-0,6 bps	4,6	2,5 bps
TS lợi nhuận ròng	5,6	6,4	-0,7 bps	3,7	2,0 bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	5,6	6,4	-0,7 bps	3,7	2,0 bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
-Hàng tồn kho	270,4	302,6		194,9	
-Khoản phải thu	4,0	4,3		4,1	
-Khoản phải trả	2,7	3,0		3,4	
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	267	270	-2,7 bps	232	35,1 bps

Nguồn: Rong Viet Securities

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q4/2018

Chỉ tiêu (triệu đồng)	Q4-FY18	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	683.550	23,3%	-7,1%
LN gộp	127.802	34,9%	-31,6%
LN gộp điều chỉnh (*)	97.328	43,3%	26,6%
EBIT	43.123	9,9%	21,6%
EBIT điều chỉnh (*)	9.782	-21,0%	-113,1%
LNST	35.846	14,7%	23,3%

Nguồn: Rong Viet Securities

(*) Điều chỉnh loại bỏ tác động của phương pháp kế toán mới theo Thông tư 50/2017/TT-BTC

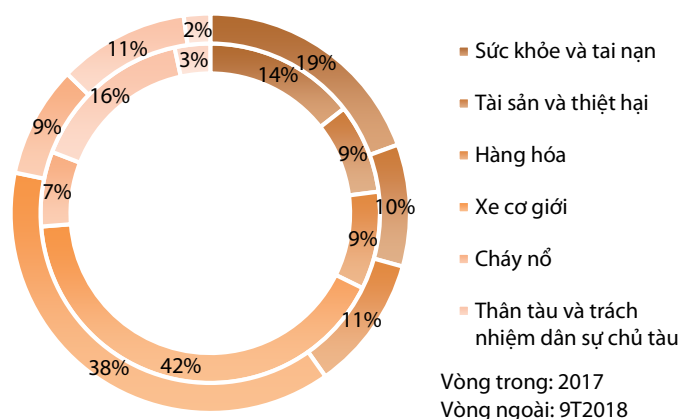
Cập nhật

Tiếp tục đẩy mạnh bảo hiểm sức khỏe và tai nạn trong khi giảm khai thác bảo hiểm xe cơ giới

Cơ cấu các nghiệp vụ bảo hiểm tiếp tục tập trung vào phân khúc bán lẻ với bảo hiểm xe cơ giới đạt 765 tỷ đồng, bảo hiểm sức khỏe và tai nạn đạt 390 tỷ đồng, tốc độ tăng trưởng lần lượt là -6% YoY và 72% YoY, chiếm 38% và 19% tổng doanh thu phí gốc. Cùng kỳ năm 2017, tỷ trọng hai mảng này lần lượt là 44% và 12,5% tổng doanh thu phí gốc. Nguyên nhân của sự thay đổi về cơ cấu sản phẩm là do PGI đang thực hiện tái cơ cấu hoạt động kinh doanh bảo hiểm với chiến lược đẩy mạnh bảo hiểm sức khỏe và tai nạn (do tỷ lệ bồi thường thấp) trong khi giảm khai thác bảo hiểm xe cơ giới (do tỷ lệ bồi thường cao). Mảng bảo hiểm xe cơ giới sẽ giảm dần và duy trì ở mức 35% tổng phí gốc.

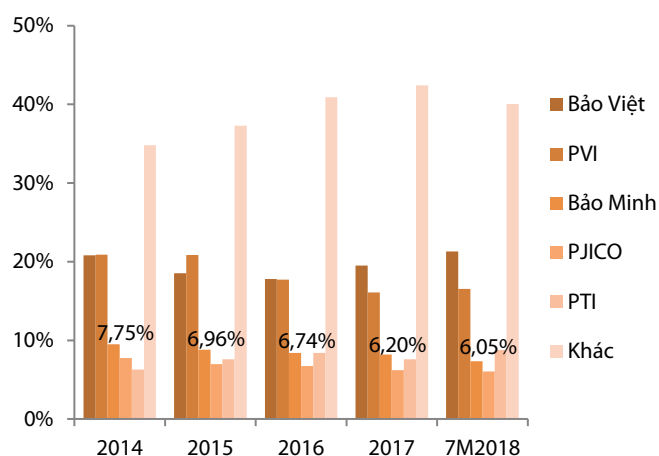
Các mảng còn lại như bảo hiểm tài sản, bảo hiểm hàng hóa, bảo hiểm thân tàu và trách nhiệm dân sự chủ tàu và bảo hiểm cháy nổ chiếm tỷ trọng lần lượt 10%, 11%, 10,5% và 9% trong 9T2018.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu PGI theo nghiệp vụ



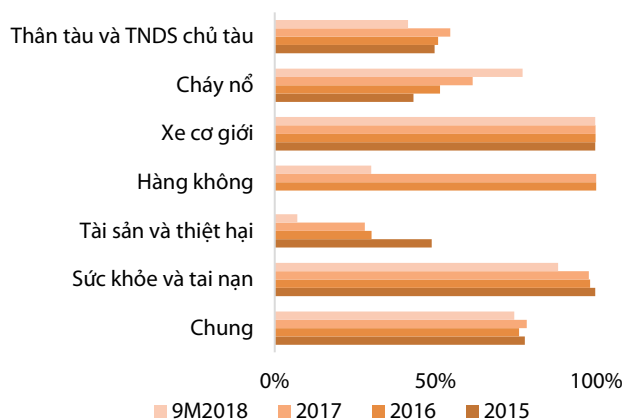
Nguồn : PGI, Rong Viet Securities

Hình 2: Thị phần các công ty bảo hiểm phi nhân thọ



Nguồn : PGI, Rong Viet Securities

Hình 3: Tỷ lệ phí giữ lại



Nguồn : PGI, Rong Viet Securities

Với chính sách thận trọng không tập trung vào tăng trưởng doanh thu mà vào tăng trưởng lợi nhuận, sau 7 tháng đầu năm, thị phần của PGI tiếp tục sụt giảm so với cuối năm 2017 do tình trạng cạnh tranh gay gắt. Tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc toàn thị trường tăng trưởng 13% YoY (theo IAV), trong khi doanh thu phí bảo hiểm gốc của PGI chỉ tăng 11% YoY.

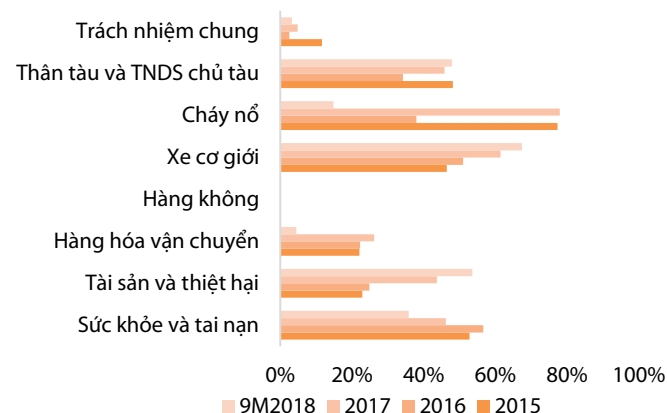
Giảm bồi thường, tăng nhượng tái bảo hiểm và quản trị chi phí tốt hơn

Tổng chi bồi thường là 817 tỷ đồng, giảm 8% so với cùng kỳ năm 2017. Tuy nhiên, do năm nay công ty tăng mức nhượng tái bảo hiểm (tỷ lệ giữ lại 9T2018 là 75% so với 77% cùng kỳ năm 2017) nên tỷ lệ bồi thường 9T2018 đạt 53,5%, xấp xỉ mức 53,7% của năm 2017.

- Nghệp vụ bảo hiểm xe cơ giới**: tỷ lệ bồi thường trên phí gốc ước tính 67,4%, tăng 6% so với mức 61,4% của năm 2017. Nguyên nhân là do Hiệp định Thương mại hàng hóa ATIIGA gây ra tâm lý chờ đợi giá xe giảm, người tiêu dùng hạn chế mua xe, kéo theo doanh thu phí bảo hiểm gốc sụt giảm trong khi chi phí bảo dưỡng xe tăng do giá phụ tùng thay thế tăng. Theo đánh giá của các chuyên gia trong ngành ô tô, khả năng giá phụ tùng giảm trở lại là rất thấp. Do đó, chúng tôi cho rằng chi phí bồi thường cho nghiệp vụ bảo hiểm xe cơ giới đã hình thành một mặt bằng mới cao hơn. Vì công ty cho biết sẽ không tăng mức phí bảo hiểm của mảng xe cơ giới, chúng tôi cho rằng mức chi phí bồi thường của nghiệp vụ này trong các năm tới sẽ cao hơn giai đoạn trước.
- Nghệp vụ bảo hiểm sức khỏe và tai nạn**: tỷ lệ bồi thường trên phí gốc ước đạt 35,8%, giảm mạnh từ mức 46,2% năm 2017, do công ty đẩy mạnh mảng bảo hiểm sinh mạng cho người vay thông qua các ngân hàng và công ty tài chính tiêu dùng (tỷ lệ bồi thường chỉ khoảng 20-25%) đồng thời cắt giảm mảng bảo hiểm học sinh sinh viên (tỷ lệ bồi thường 38-40%).
- Nghệp vụ bảo hiểm hàng hóa**: doanh thu tăng mạnh 23% YoY nhờ giá xăng đã tăng 8,3% trong 9T2018 và năm nay PGI trúng thầu các hợp đồng bảo hiểm hàng hóa cho 40% giá trị hàng hóa của công ty Lọc hóa dầu Bình Sơn. Nhờ đó, tỷ lệ bồi thường trên phí bảo hiểm gốc giảm mạnh từ mức 26% cuối năm 2017 về 4,5% sau 9 tháng đầu năm.

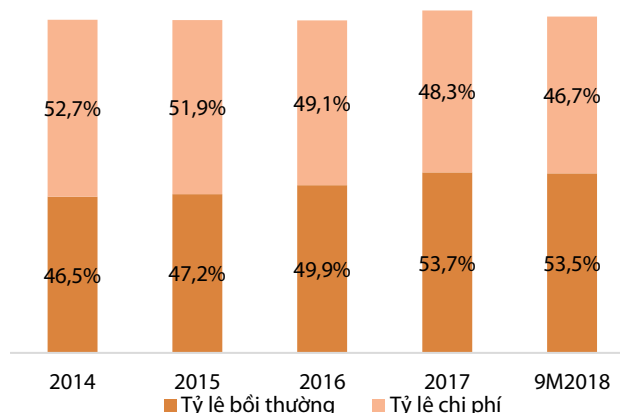
Tỷ lệ chi phí 9T2018 đạt 41%, cải thiện so với mức 43% năm 2017. Nếu tính lại để loại trừ tác động của TT 50 về cách ghi nhận doanh thu từ lãi đầu tư từ nguồn quỹ dự phòng nghiệp vụ, tỷ lệ chi phí của PGI năm 2017 và 9T2018 lần lượt là 48,3% và 46,7%. So với các năm trước, tỷ lệ chi phí cũng liên tục cải thiện. Từ tháng 7/2018, công ty đã đưa vào vận hành hệ thống phần mềm Core Insurance trong việc quản trị rủi ro, kiểm soát và giảm chi phí, bên cạnh chức năng quản lý dữ liệu khách hàng phục vụ cho chiến lược bán hàng. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng tiết giảm chi phí hoạt động sẽ được nâng cao trong các năm tới.

Hình 4: Tỷ lệ bồi thường trên phí gốc



Nguồn: PGI, Rong Viet Securities

Hình 5: Tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ chi phí (đã loại trừ tác động của TT 50)



Nguồn: PGI, Rong Viet Securities

Hoạt động đầu tư đạt kết quả cao nhờ lãi tiền gửi tăng mạnh mặc dù thị trường chứng khoán suy giảm

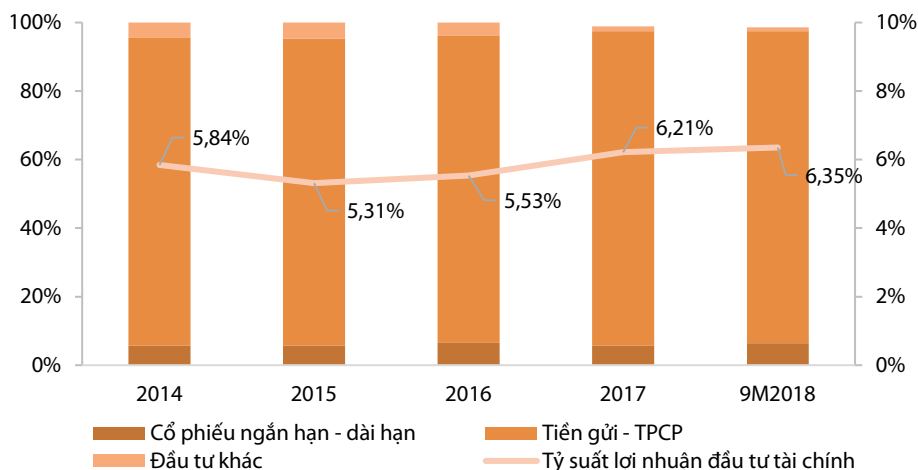
Lợi nhuận từ đầu tư tài chính và đầu tư bất động sản đạt 51,5 tỷ đồng, giảm 60% so với cùng kỳ năm 2017. Nếu điều chỉnh cộng khoản lãi tiền gửi phát sinh từ đầu tư quỹ dự phòng nghiệp vụ (ghi nhận ở mục Doanh thu khác hoạt động kinh doanh bảo hiểm) để loại trừ ảnh hưởng của TT 50, lợi nhuận đầu tư tăng 7% YoY.

Cùng kỳ năm 2017 công ty đã hiện thực hóa lợi nhuận từ khoản đầu tư vào Sabeco và bán một mảnh đất ở Bình Dương với lợi nhuận tổng cộng 37 tỷ đồng. Nếu loại trừ các khoản lợi nhuận không thường xuyên này, lợi nhuận đầu tư tăng 49% YoY. Nguyên nhân là do lãi tiền gửi ngân hàng tăng mạnh trong 9T2018 so với cùng kỳ. Lãi suất tiền gửi trung bình 6T2018 ước đạt 6,5%/năm, tăng nhẹ so với 6,3%/năm 6T2017.

trong khi số dư tiền gửi trung bình 9T2018 tăng mạnh 16% YoY. Ở mảng đầu tư chứng khoán, trích lập dự phòng giảm giá đầu tư chứng khoán 9T2018 tăng 10,6 tỷ đồng trong khi cùng kỳ công ty hoàn nhập dự phòng 12,6 tỷ đồng.

Tỷ suất lợi nhuận đầu tư 9T2018 đạt 6,4%, cao hơn mức 6,2% của năm 2017 (đã loại trừ các khoản lợi nhuận không thường xuyên).

Hình 6: Cơ cấu đầu tư và tỷ suất sinh lời (đã loại trừ các khoản mục không thường xuyên)



Nguồn : PGI, Rong Viet Securities

Tổng hợp, trong khi doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm (HĐKDBH) tăng 2,9% YoY, tổng chi phí trực tiếp cho HĐKDBH chỉ tăng 1,5% YoY đã làm cho lợi nhuận gộp HĐKDBH tăng 11,5% YoY. Đồng thời, lợi nhuận gộp từ đầu tư tăng 7% YoY. Kết quả, lợi nhuận trước thuế PGI đạt 131 tỷ đồng, tăng 8% so với cùng kỳ năm 2017 và hoàn thành 77% kế hoạch năm của công ty và 75% mức dự phóng của chúng tôi.

Triển vọng nhờ hạng tín nhiệm tốt và sự hỗ trợ của đối tác ngoại Samsung Fire and Marine Insurance (SFMI)

Trong tháng 9/2018, PGI đã nhận được kết quả xếp hạng tín nhiệm B+ (tốt) và năng lực tín dụng tổ chức phát hành bbb- (tốt) từ A.M.Best¹, triển vọng nâng hạng của cả hai chỉ tiêu này là ổn định. Đây là kết quả của một quá trình nhiều năm công ty thực hiện tái cơ cấu sản phẩm và quy trình hoạt động theo hướng đảm bảo hoạt động kinh doanh có lãi, cùng với năng lực vốn được nâng cao khi có sự góp mặt của cổ đông chiến lược SFMI từ tháng cuối tháng 8/2017.

Với kết quả này, bên cạnh việc nâng cao khả năng cạnh tranh nhờ hình ảnh thương hiệu được nâng cấp, công ty đã đủ điều kiện để cung cấp bảo hiểm và nhận tái bảo hiểm xuyên biên giới. Theo đó, từ quý 4/2018, PGI sẽ bắt đầu cung cấp bảo hiểm cho các doanh nghiệp Hàn Quốc đang hoạt động tại Việt Nam là công ty con của tập đoàn Samsung và cộng đồng người Hàn Quốc đang làm việc tại Việt Nam. Ngoài ra, công ty cũng sẽ bắt đầu nhận tái bảo hiểm từ nước ngoài. Chúng tôi kỳ vọng các nghiệp vụ mới này sẽ giúp công ty tiếp tục giảm tỷ lệ bồi thường do khách hàng nước ngoài có hiểu biết tốt hơn về bảo hiểm cũng như ý thức tốt hơn trong đề phòng rủi ro.

Cổ đông lớn SFMI sẽ đóng vai trò đào tạo nhân sự, hỗ trợ PGI phát triển kênh bán trực tuyến, tiếp thị sản phẩm, ứng dụng công nghệ thông tin trong quản lý và kiểm soát tổn thất... Chúng tôi kỳ vọng PGI sẽ có những bước tiến khả quan tương tự như trường hợp của BIC và PTI được hỗ trợ từ cổ đông ngoại từ năm 2015 (vui lòng tham khảo trong các báo cáo cập nhật PGI trước đây).

Dự phóng kết quả kinh doanh 2018 và 2019

Dựa trên KQKD 9T2018 cùng với nghị quyết HĐQT gần đây về đánh giá tình hình hoạt động kinh doanh năm 2018, chúng tôi đưa ra một số **dự báo về KQKD 2018 và 2019 của PGI như sau:**

Năm 2018, doanh thu phí gốc của PGI có thể tăng 5,7% so với năm 2017. Tỷ lệ bồi thường ở mức 53,75%, tức xấp xỉ so với mức bồi thường của năm 2017. Tỷ lệ bồi thường không giảm bởi tình hình bồi thường ở mảng xe cơ giới chịu tác động bất lợi tình trạng giá phụ tùng thay thế tăng trong khi lượng ô tô tiêu thụ trên thị trường sụt giảm mạnh. Tỷ lệ chi phí cải thiện đáng kể về mức 46,6% (đã loại trừ tác động

¹ A.M. Best là tổ chức xếp hạng tín nhiệm duy nhất trên thế giới xếp hạng các công ty bảo hiểm. Hạng tín nhiệm do A.M. Best công bố là chỉ báo cho năng lực tài chính của các nhà bảo hiểm.

của TT 50), so với mức trung bình 49,8% trong 3 năm gần đây. Như vậy, tỷ lệ kết hợp² năm 2018 là 100,4% và nghiệp vụ bảo hiểm bị lỗ kỹ thuật nhẹ nhưng đã cải thiện đáng kể nếu so với năm 2017 (năm 2017 PGI bị lỗ nghiệp vụ bảo hiểm do tập trung bồi thường cho các sự kiện bảo hiểm đã xảy ra trong các năm trước, làm cho tỷ lệ kết hợp tăng lên mức 102%). Về hoạt động đầu tư, chúng tôi dự phóng tỷ suất đầu tư đạt 7,4% nhờ lãi suất tiền gửi đang tăng và thị trường chứng khoán thường tốt lên vào cuối năm (trong năm công ty đã tăng tỷ trọng cổ phiếu trong danh mục đầu tư lên 6,5% từ 5,7% năm 2017). Lợi nhuận đầu tư tăng 16% so với năm 2017. EPS 2018 dự kiến đạt 1.593 đồng.

Năm 2019, chúng tôi dự báo doanh thu phí gốc có thể tăng 7,8% so với năm 2018. Tỷ lệ bồi thường ở mức 53,55% chủ yếu do giá phụ tùng thay thế được dự báo vẫn tiếp tục tăng. Tỷ lệ chi phí và tỷ lệ kết hợp lần lượt đạt 46,4% và 99,9% (đã loại trừ tác động của TT 50). Hoạt động đầu tư dự kiến đạt mức tỷ suất sinh lời 7,7%. Như vậy, EPS năm 2019 dự kiến sẽ đạt 1,966 đồng.

Định giá

Bảng 4: Định giá cổ phiếu PGI

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
EVA	39.440	30%	11.832
P/E	14.931	30%	4.479
P/BV	12.695	40%	5.078
Giá mục tiêu (đồng/cp)			20.105

Nguồn: Rong Viet Securities

Chúng tôi định giá cổ phiếu PGI sử dụng kết hợp phương pháp Giá trị kinh tế tăng thêm (EVA) cùng với các phương pháp định giá so sánh theo P/E và P/B. Với phương pháp EVA, WACC được sử dụng là 8,7%. EVA là phương pháp thường được sử dụng trên thế giới để định giá các công ty bảo hiểm phi nhân thọ.

Đối với phương pháp P/E và P/B, chúng tôi tính toán P/E và P/B trung bình của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ có cùng giá trị vốn hóa, quy mô tài sản và cơ cấu sản phẩm ở khu vực châu Á do tính tương đồng cao với thị trường Việt Nam. Đồng thời, chúng tôi cũng tính toán P/E và P/B trung bình của ngành bảo hiểm Việt Nam để phản ánh mức định giá hiện tại của ngành này so với khu vực.

Bảng 5: Một số công ty tương tự ở khu vực châu Á

Tên DN	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VND)	Doanh thu (tỷ VND)	ROE (%)	P/E	P/B
Navakij Insurance Pub Co Ltd	NKI TB Equity	Thailand	1.449	1.657.667	2,7	20,3	0,9
Equity Development Investment	GSMF IJ Equity	Indonesia	1.291	N/A	5,0	11,1	0,6
Pakistan Reinsurance Co	PAKRI PA Equity	Pakistan	1.849	1.132.889	5,5	19,9	1,0
Green Delta Insurance Co Ltd	GREEND BD Equity	Bangladesh	1.283	112.334	6,0	12,1	0,7
Reliance Insurance Ltd	RELIAN BD Equity	Bangladesh	1.159	197.816	9,2	9,1	0,7
Lippo General Insurance Pt	LPGI IJ Equity	Indonesia	1.076	1.937.275	6,7	7,9	0,7
Trung bình						14,2	0,8

Nguồn: Bloomberg, Rong Viet Securities

² Tỷ lệ kết hợp bằng tổng của tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ chi phí

Bảng 6: P/E và P/B trung bình ngành Bảo hiểm Việt Nam (loại trừ BVH)

Mã CK	Tên	Vốn hóa (tỷ VND)	ROE (%)	TTM P/E	TTM P/B
PGI	Bảo hiểm PJICO	1.508	9,4	11,2	1,0
BLI	Bảo hiểm Bảo Long	380	3,7	7,4	0,5
ABI	BH NH Nông Nghiệp	978	20,4	9,3	1,4
BMI	Bảo hiểm Bảo Minh	1.900	8,2	10,4	0,8
MIG	Bảo hiểm Quân đội	1.072	5,1	18,1	1,1
PTI	Bảo hiểm Bưu điện	1.286	6,5	10,4	0,7
BIC	Bảo hiểm BIDV	2.826	8,3	15,8	1,3
PVI	Bảo hiểm PVI	7.603	7,3	13,1	1,1
Trung bình ngành (loại trừ BVH)				13,0	1,1
Trung bình các công ty có mức vốn hóa tương tự (BMI, MIG và PTI)				12,3	0,9

Nguồn: Fiinpro, Rong Viet Securities

Chúng tôi tính trung bình PER và PBR của khu vực và các công ty trong nước có cùng mức vốn hóa với PGI. Theo đó, PER và PBR trung bình lần lượt là 13,3x và 0,9x. Do vấn đề kém thanh khoản của PGI, chúng tôi chiết khấu 20% cho mức PER và PBR trung bình trên. Mức PER và PBR được sử dụng cho định giá PGI lần lượt là 11,1x và 0,8x.

Theo đó, giá mục tiêu giảm về **20.105** đồng/cp, thấp hơn 19% so với giá mục tiêu trong báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi. Cộng với mức cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng tới là **1.200** đồng/cp, mức sinh lời dự kiến đạt 20% so với giá đóng cửa ngày 4/12/2018. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu PGI.



Triệu đồng

KQ HKKD	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
Doanh thu thuần	2.066.759	2.335.094	2.411.258	2.562.909
Giá vốn	1.731.050	1.926.751	1.950.990	2.066.126
Lãi gộp	335.709	408.343	460.268	496.783
Chi phí bán hàng				
Chi phí quản lý	316.538	340.003	351.712	368.339
Thu nhập từ HĐTC	144.038	87.333	94.250	103.332
Chi phí tài chính	39.033	11.785	38.697	26.379
Lợi nhuận khác	(173)	8.001	4.629	3.534
Lợi nhuận trước thuế	125.396	156.354	173.546	214.098
Thuế TNDN	23.424	28.991	32.179	39.698
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	101.972	127.363	141.367	174.400
EBIT	125.396	156.354	173.546	214.098
EBITDA	159.525	187.367	209.228	256.273

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
Tăng trưởng				
Doanh thu	9,0	13,0	3,3	6,3
Lợi nhuận HKKD	128,0	356,5	158,8	118,3
EBIT	9,1	24,7	11,0	23,4
Lợi nhuận sau thuế	9,5	24,9	11,0	23,4
Tổng tài sản	15,6	16,9	4,5	5,7
Vốn chủ sở hữu	14,3	60,6	2,3	4,3
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	16,2	17,5	19,1	19,4
EBITDA/ Doanh thu	7,7	8,0	8,7	10,0
EBIT/ Doanh thu	6,1	6,7	7,2	8,4
LNST/ Doanh thu	4,9	5,5	5,9	6,8
ROA	2,55	2,74	2,75	3,2
ROE	11,90	10,7	9,5	11,4
Hiệu quả hoạt động				(lần)
Vòng quay kh. phải thu	5,5	4,9	4,9	5,9
Vòng quay HTK	160,8	234,9	263,7	264,9
Vòng quay kh. phải trả	3,5	3,4	3,3	3,7
Khả năng thanh toán				(lần)
Hiện hành	1,09	1,22	1,19	1,18
Nhanh	1,08	1,22	1,19	1,18
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	369,6	242,0	249,3	253,8
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0

Triệu đồng

BẢNG CĐKT	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
Tiền	142.518	142.200	211.755	161.540
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.924.004	2.483.516	2.535.242	2.697.145
Các khoản phải thu	384.948	576.070	417.189	447.386
Tồn kho	9.808	6.595	8.202	7.398
Tài sản ngắn hạn khác	1.192.671	1.108.624	1.267.081	1.357.370
Tài sản cố định hữu hình	235.731	242.252	266.163	269.608
Tài sản cố định vô hình	111.762	147.121	193.380	254.826
Đầu tư tài chính dài hạn	175.484	186.035	223.316	226.483
Tài sản dài hạn khác	5.707	7.959	6.833	7.396
TỔNG TÀI SẢN	4.293.071	5.019.473	5.246.045	5.543.989
Khoản phải trả ngắn hạn	3.362.747	3.532.308	3.727.475	3.957.894
Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn	16.063	19.274	16.894	19.123
Quỹ khen thưởng, phúc lợi				
Quỹ khoa học công nghệ				
TỔNG NỢ	3.378.810	3.551.582	3.744.370	3.977.017
Vốn đầu tư của CSH	709.742	887.178	887.178	887.178
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	100.439	120.994	144.591	198.577
Quỹ dự trữ bắt buộc	43.734	50.101	56.469	63.538
Quỹ đầu tư phát triển	47.095	50.154	53.975	58.216
TỔNG VỐN	4.293.073	5.019.472	5.246.045	5.543.989
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ ^(*)	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
EPS (đồng/cp)	1.446	1.654	1.593	1.966
P/E (x)	14,1	12,9	12,4	9,9
BV (đồng/cp)	12.882	16.546	16.926	17.662
P/B (x)	1,58	1,23	1,21	1,15
DPS (đồng/cp)	1.100	1.200	1.200	1.200
Tỷ suất cổ tức (%)	5,4	5,6	6,7	6,7
Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng Bình quân		
EVA	39.440		30%	11.832
P/E	14.931		30%	4.479
P/BV	12.695		40%	5.078
Giá mục tiêu (đồng/cp)	20.105			
Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian	
09/2016	20.526	Trung lập	Dài hạn	
01/2017	22.780	Tích lũy	Trung hạn	
02/2018	24.900	Mua	Trung hạn	

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

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

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

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

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

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Bernard Lapointe

Head of Research
bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1525)

Nguyễn Thị Phương Lam

Senior Strategist

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Ngân hàng
- Thị trường

Nguyễn Đức Hiếu

Senior Analyst

hieu.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1514)

- Thị trường
- Dược phẩm
- Dịch vụ hàng không

Lại Đức Dương

Senior Analyst

duong.ld@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)

- Bất động sản
- Vật liệu xây dựng

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Analyst

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1518)

- Dầu khí
- Phân bón

Phan Nguyễn Thanh Sơn

Analyst

son.pnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1519)

- Tiện ích công cộng
- Cao su tự nhiên

Vũ Anh Tú

Analyst

tu.va@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1511)

- Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Sơn

Analyst

son.tt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1527)

- Thị trường
- Bán lẻ
- Công nghệ

Đỗ Thanh Tùng

Analyst

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Cảng biển
- Dịch vụ hàng không

Phạm Anh Thư

Analyst

thu.pa@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1520)

- Bất động sản khu công nghiệp
- Hạ tầng & BOT

Đặng Thị Phương Thảo

Analyst

thao.dtp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1529)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Dệt may

Phạm Thị Tố Tâm

Analyst

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Bảo hiểm
- Thủy sản

Nguyễn Thị Thúy Anh

Analyst

anh2.ntt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Ngân hàng

Nguyễn Thị Khánh Vy

Analyst

vy.ntk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1528)

- Ô tô & Phụ tùng

Lê Xuân Trinh

Analyst

trinh.lx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1536)

- Công nghiệp
- Nông được

Bùi Ngọc Hưng Thịnh

Analyst

thinh.bngh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1315)

- Thị trường
- Thép

Trần Minh Anh

Analyst

anh.tm@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1293)

- Vật liệu xây dựng
- Xây dựng

Nguyễn Tiến Hoàng

Analyst

hoang.nt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1538)

- Kinh tế vĩ mô

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Trương Thị Thảo Vi

Assistant

vi.ttt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1517)



HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

☎ +84 28 6299 2006
☎ +84 28 6299 7986
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ +84 24 6288 2006
☎ +84 24 6288 2008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ +84 258 3820 006
☎ +84 258 3820 008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

☎ +84 292 381 7578
☎ +84 292 381 8387
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn



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

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

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

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2018.**