

## TCTCP Bảo Minh (HSX- BMI)

### Thương hiệu và thị phần tạo nên lợi thế cạnh tranh

- Thị trường BH phi nhân thọ đã có sự phục hồi rõ nét từ 2014
- Thương hiệu và thị phần tạo nên lợi thế cạnh tranh cho BMI
- Hoạt động kinh doanh thận trọng và ngày càng cải thiện
- Cổ tức đều đặn và tỷ suất cổ tức tốt là điểm hấp dẫn đầu tư

#### Quan điểm:

Thương hiệu lâu năm, hệ thống rộng và thị phần lớn là những thế mạnh cạnh tranh của BMI. Sau giai đoạn khó khăn chung của thị trường bảo hiểm, BMI đang tập trung cho việc kiểm soát chi phí môi giới, quảng cáo và tỷ lệ bồi thường. Nhờ đó, từ 2014 hiệu quả hoạt động của BMI đã có dấu hiệu cải thiện khi doanh thu kinh doanh bảo hiểm tăng tốc trong khi tỷ lệ bồi thường tiếp tục được kéo giảm. Mặt khác, BMI cũng đã tiến hành tái cơ cấu mục đầu tư tài chính theo hướng gia tăng tỷ trọng tiền gửi dài hạn như một bước đi nhằm cải thiện thu nhập từ lãi và nâng cao biên khả thanh toán.

Sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng cổ tức và phương pháp so sánh (P/E và P/B) chúng tôi xác định giá hợp lý của cổ phiếu BMI là **22.800 đồng/cp**. Với những nhận định trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** đối với cổ phiếu BMI.

Bên cạnh hoạt động kinh doanh và quản trị dần tốt lên, BMI có lịch sử chi trả cổ tức đều đặn với mức tỷ suất khoảng 6% khiến cho cổ phiếu này khá phù hợp với nhà đầu tư giá trị. Tuy nhiên, cũng như hầu hết những doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ khác, thanh khoản của cổ phiếu là vấn đề cần lưu ý.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Doanh thu thuần	1.951,9	2.170,4	2.407,1	2.721,9
% tăng trưởng	9,2	11,2	10,9	13,1
Lợi nhuận sau thuế	89,5	116,1	175,5	187,3
% tăng trưởng	3,4	29,7	51,2	6,8
Tỷ suất LNST (%)	4,6	5,3	7,3	6,9
ROA (%)	2,1	2,3	3,2	3,3
ROE (%)	4,1	5,3	7,8	8,0
EPS (VND)	1.185	1.537	2.325	2.481
EPS đ/chỉnh (VND)	1.185	1.537	2.325	2.481
Giá trị sổ sách (VND)	28.687	28.947	30.327	31.906
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.200	1.000	1.000	1.000
P/E (x)	8,9	10,2	10,0	9,0
P/BV (x)	0,4	0,5	0,9	0,9

Nguồn: BMI, RongViet Research

## TÍCH LŨY

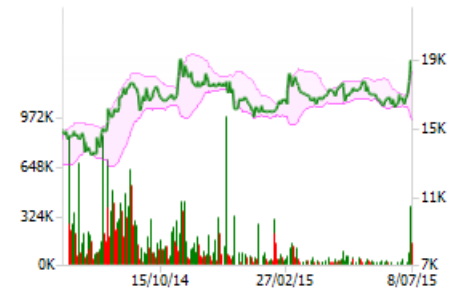
Giá thị trường (VND)	18.700
Giá mục tiêu (VND)	22.800

Thời gian đầu tư DÀI HẠN

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bảo hiểm phi nhân thọ
Vốn hóa ( tỷ đồng)	1.412
SLCP DLH (cp)	75.500.000
Beta	0,7
Free Float (%)	8,88
Giá cao nhất 52 tuần*	19.900
Giá thấp nhất 52 tuần*	12.600
KLGD bình quân 20 phiên	66.370

\*Giá điều chỉnh



#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
BMI	16,9	35,5	156
Bảo hiểm	49	32	107
VN30 Index	12,1	1,5	31,6
VNIndex	13,8	5,4	50

#### Cổ đông lớn (%)\*

SCIC	50,7
Tập đoàn AXA	16,65
Firstland Company Limited	5,65
Tập đoàn Chavalier (Hong Kong)	5,63
Halley Sicav – Halley Asian Prosperity	5,02
Gới hạn sở hữu NĐTNN (%)	42,11

\*Chốt ngày 08/07/2015

#### Bùi Vĩnh Thiện

(084) 08- 6299 2006 – Ext 325

thien.bv@vdsc.com.vn



## Thị trường BH phi nhân thọ đã có sự phục hồi rõ nét từ 2014; cạnh tranh gay gắt đang thay đổi cục diện ngành

Hiện tại, Việt Nam có 29 công ty bảo hiểm phi nhân thọ đang hoạt động, bao gồm các công ty cổ phần, công ty nước ngoài và các liên doanh. Nhìn chung, các doanh nghiệp nội địa có vốn Nhà nước vẫn đang có tiếng nói quyết định trên thị trường. Liên tục những năm qua, 65% - 70% thị phần toàn hệ thống luôn tập trung vào nhóm 5 doanh nghiệp lớn là: Bảo Việt, PVI, Bảo Minh, PJICO và PTI. Sau liên tục ba năm sụt giảm liên tục 2011 – 2013, tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc toàn ngành lần đầu tiên cho thấy sự khởi sắc trong năm 2014. Sự hồi phục này kết quả của tăng trưởng kinh tế và việc tái cấu trúc của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ trong giai đoạn khó khăn.

**Bảng 1: Tỷ lệ bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại 5 công ty BHPNT hàng đầu**

	2013	2014
<b>Tổng Công ty Bảo hiểm Bảo Việt (BVH)</b>	51,7%	43,8%
<b>CTCP PVI (PVI)</b>	37,8%	38,6%
<b>CTCP Bảo hiểm Bảo Minh (BMI)</b>	44,7%	41,2%
<b>CTCP Bảo hiểm PJICO (PGI)</b>	45,5%	39,1%
<b>CTCP Bảo hiểm Bưu Điện (PTI)</b>	43,5%	43,5%

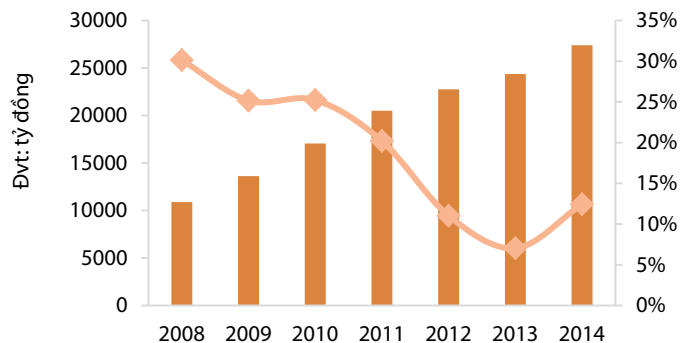
Nguồn: BCTC các công ty, RongViet Research tổng hợp

Năm 2014, bảo hiểm xe cơ giới, bảo hiểm tài sản và bảo hiểm sức khỏe vẫn là những phân khúc chiếm tỷ trọng cao nhất (hơn 70%) trong tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc toàn thị trường. Từ năm 2015, chúng tôi kỳ vọng 3 phân khúc này sẽ tiếp tục có kết quả kinh doanh khả quan. Trong đó, động lực tăng trưởng chính đối với mảng bảo hiểm xe cơ giới là sự gia tăng số lượng đầu xe, đặc biệt ô tô mới. Theo VAMA, tính từ đầu năm đến nay, thị trường xe ô tô ghi nhận mức tăng đến 69,8% về số lượng xe mới. Bên cạnh đó, mức phí bảo hiểm đối với xe cơ giới cũng được điều chỉnh tăng từ 1,3% lên 1,5% giá trị tài sản bảo hiểm.

Mảng bảo hiểm tài sản và thiệt hại cũng được hỗ trợ trước hết bởi sự hồi phục của thị trường BĐS và hoạt động xây dựng trên cả nước. Cục Quản lý nhà và Thị trường BĐS của Bộ Xây dựng mới đây có ước tính trong 6 tháng đầu năm, trên địa bàn Hà Nội có 7.500 giao dịch BĐS thành công và TP.HCM có 7.050 giao dịch thành công, tăng lần lượt 2,5 lần và 2,8 lần cùng kỳ. Thêm vào đó, các hiệp định thương mại như FTA giữa Việt Nam - Hàn Quốc (tháng 5/2015), FTA Việt Nam - Liên minh Kinh tế Á – Âu (tháng 5/2015) cùng với các tín hiệu khả quan của việc ký kết TPP là động lực để các doanh nghiệp đầu tư mở rộng nhà xưởng và mua sắm máy móc thiết bị. Điều này được kỳ vọng sẽ tác động tích cực đến tăng trưởng của nghiệp vụ bảo hiểm tài sản và thiệt hại.

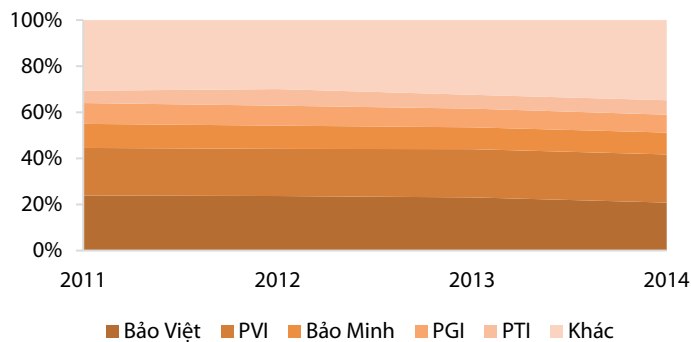
Bên cạnh điểm sáng tăng trưởng doanh thu từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm, chẳng hạn BVH (+18,83%), PVI (18,16%), BMI (11,23%)..., các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đã chú trọng hơn đến công tác quản trị rủi ro, định hướng phát triển bền vững thể hiện qua việc kiểm soát tốt tỷ lệ bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại (bồi thường thuộc TNGL), thể hiện qua việc giảm tỷ lệ này ở các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ. Tỷ lệ bồi thường thuộc TNGL có xu hướng giảm thể hiện năng lực đánh giá, phân loại rủi ro của doanh nghiệp bảo hiểm tăng lên: đối với các rủi ro có thể xử lý được thì giữ lại và ngược lại.

**Biểu đồ 1: Tăng trưởng doanh thu phí BHPNT toàn thị trường**



Nguồn: Cục quản lý, giám sát bảo hiểm, RongViet Research

**Biểu đồ 2: Thị phần 5 công ty BHPNT hàng đầu**



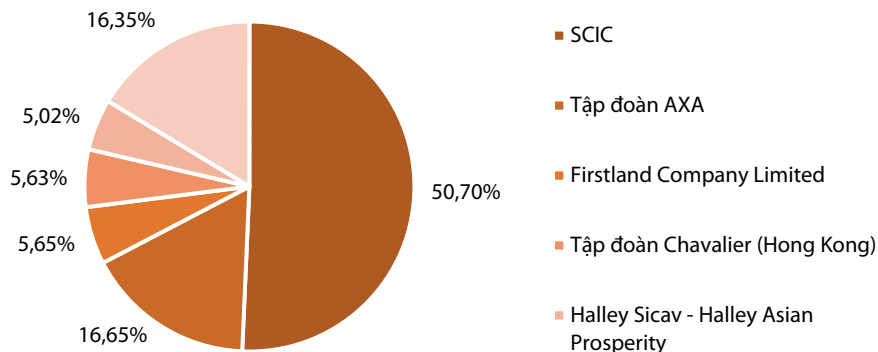
Nguồn: Cục quản lý, giám sát bảo hiểm, RongViet Research

### Thương hiệu và thị phần tạo nên thế mạnh cạnh tranh cho BMI

Sau 20 năm hoạt động, BMI đã xây dựng được một thương hiệu quen thuộc với các doanh nghiệp và người mua bảo hiểm trong nước cùng một hệ thống bán hàng gồm 59 công ty thành viên, 550 phòng giao dịch và 3.699 đại lý trên cả nước. Kinh nghiệm hoạt động và độ phủ lớn giúp BMI luôn có vị trí trong nhóm các doanh nghiệp BHPNT có thị phần lớn nhất trong nhiều năm qua. Năm 2014, Bảo Minh xếp thứ 3 trên toàn hệ thống với 9.49% thị phần bảo hiểm gốc. Ở ba phân khúc chính là bảo hiểm xe cơ giới, bảo hiểm sức khỏe và con người, bảo hiểm tài sản và thiệt hại, BMI cũng thường xuyên có mặt trong top 3 các doanh nghiệp dẫn đầu về thị phần.

Sự có mặt của các tổ chức tài chính lớn như SCIC (50,7%), AXA (16,67%), Firstland Co. Ltd. (5,5%) ... trong hệ thống cổ đông cũng là một thế mạnh của BMI. Trong đó, AXA là một tập đoàn tài chính đa quốc gia có quy mô hoạt động lớn nhất tại Pháp với 198 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực bảo hiểm và đầu tư tài chính. Bên cạnh việc tham gia sở hữu, AXA còn cam kết hỗ trợ kỹ thuật, tài chính và quản trị rủi ro cho Bảo Minh. Đặc thù của ngành bảo hiểm là kinh doanh dựa trên uy tín; vì vậy, sự hiện diện của cổ đông này cũng hỗ trợ đáng kể cho BMI trong việc xây dựng thương hiệu.

**Biểu đồ 4: Cơ cấu cổ đông của BMI**



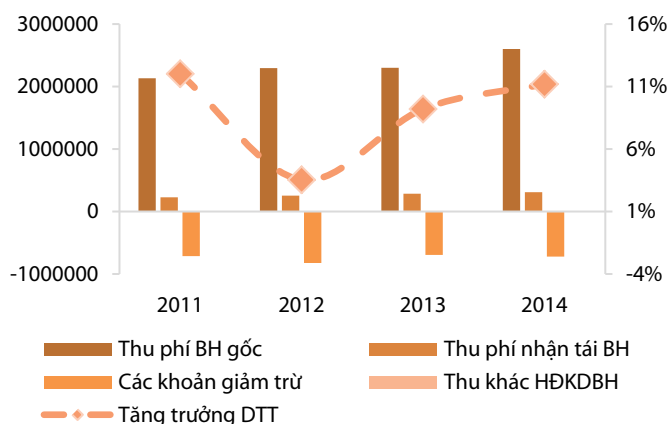
Nguồn: BMI, RongViet Research

Với lợi thế về kinh nghiệm hoạt động, thị phần và uy tín nên BMI được tham gia bảo hiểm cho nhiều công trình và dự án lớn trong nước. Từ năm 2011 đến 2014, Bảo Minh và Bảo Việt là 2 doanh nghiệp bảo hiểm duy nhất được Chính phủ lựa chọn thực hiện thí điểm cho chương trình bảo hiểm nông nghiệp. Mới đây, vào tháng 2/2015 vừa qua, Bảo Minh cùng với Bảo hiểm Dầu khí (PVI) và Bảo hiểm Bưu điện (PTI) đồng bảo hiểm cho vệ tinh VNREDSAT-1A với trị giá hợp đồng 71,8 triệu USD. Không chỉ dừng lại ở thị trường nội địa, BMI cũng được doanh nghiệp bảo hiểm nước ngoài đánh giá cao. Tháng 5 vừa qua, BMI đã ký thỏa thuận hợp tác với 2 đối tác là công ty Bảo hiểm DHIPAYA – doanh nghiệp bảo hiểm lớn của Thái Lan và Công ty Môi giới bảo hiểm ENC Plus của Hàn Quốc. Đây được xem là một trong những bước đi đầu tiên, mang tính chiến lược để BMI phát triển thị phần ra nước ngoài.

### Hoạt động kinh doanh thận trọng và ngày càng cải thiện

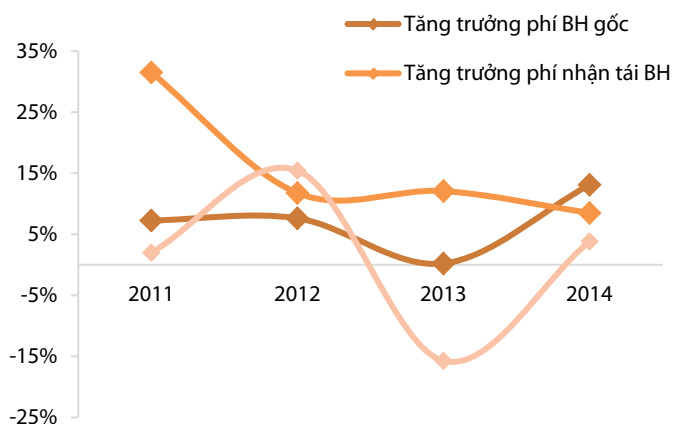
Liên tiếp từ 2012 đến 2014, Doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm của BMI đều đạt mức tăng trưởng dương. Năm 2014, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu phí bảo hiểm gốc vẫn là các sản phẩm bảo hiểm con người (34,0%), bảo hiểm xe cơ giới (23,5%) và bảo hiểm cháy nổ (19,3%). Như nhận định ở trên, đây là những nghiệp vụ bảo hiểm có tiềm năng tăng trưởng tốt trong năm 2015 và các năm tới.

**Biểu đồ 5: Cơ cấu doanh thu thuần hoạt động KDBH**



Nguồn: BMI, RongViet Research

**Biểu đồ 6: Tăng trưởng các thành phần doanh thu chính**

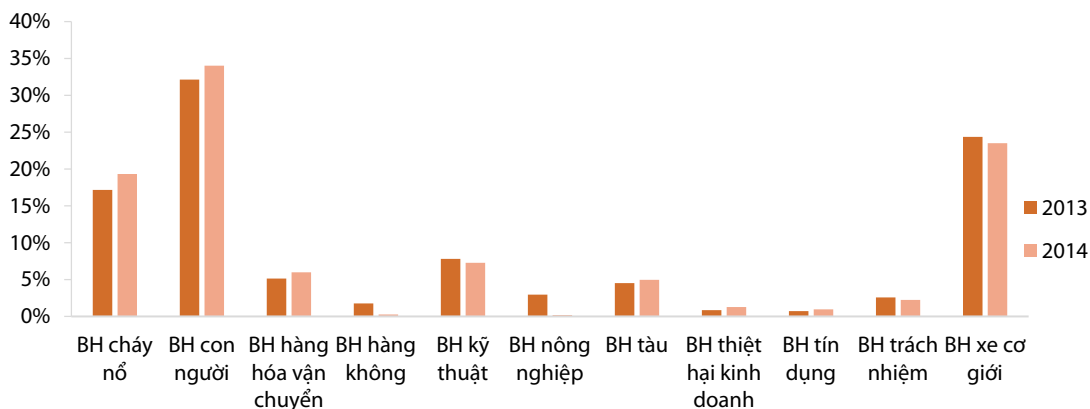


Nguồn: BMI, RongViet Research

Mặt khác, vấn đề bồi thường được Bảo Minh kiểm soát khá tốt, thể hiện qua tỷ lệ bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại (TNGL) cũng như tỷ lệ bồi thường BH gốc đều có xu hướng giảm từ 2011 (**Biểu đồ 9**). Trong số các nghiệp vụ, chỉ có mảng bảo hiểm nông nghiệp có tỷ lệ bồi thường cao (hơn 400%) (**Biểu đồ 8**), chủ yếu do số lượng địa phương thực hiện còn hạn chế, cộng với việc các doanh nghiệp chưa có kinh nghiệm trong nghiệp vụ này. Trong tương lai, khi các cán bộ thẩm định của BMI đã có kinh nghiệm nhất định sau thời gian thí điểm vừa qua và số lượng nông dân tham gia bảo hiểm nông nghiệp tăng lên thì tỷ lệ này được kỳ vọng sẽ giảm đáng kể (quy luật số lớn trong nghiệp vụ bảo hiểm).

Nhìn chung, BMI xác định không cạnh tranh về phí mà thay vào đó là cải thiện lợi nhuận hoạt động kinh doanh trên cơ sở kiểm soát tốt tỷ lệ bồi thường. Từ năm 2014, công ty tăng cường đào tạo cán bộ thẩm định bồi thường, bố trí những cán bộ có kinh nghiệm thực hiện nghiệp vụ này đồng thời siết chặt các điều khoản hợp đồng để hạn chế tình trạng trục lợi bảo hiểm, giảm dần tỷ lệ bồi thường. Kết quả bước đầu, tỷ lệ bồi thường năm 2014 giảm mạnh 3,50% so với 2013. Triển vọng tăng trưởng doanh thu phí tích cực cộng với việc kiểm soát tốt tỷ lệ bồi thường được kỳ vọng sẽ giúp biên LNG từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm của BMI có sự cải thiện trong những năm tới.

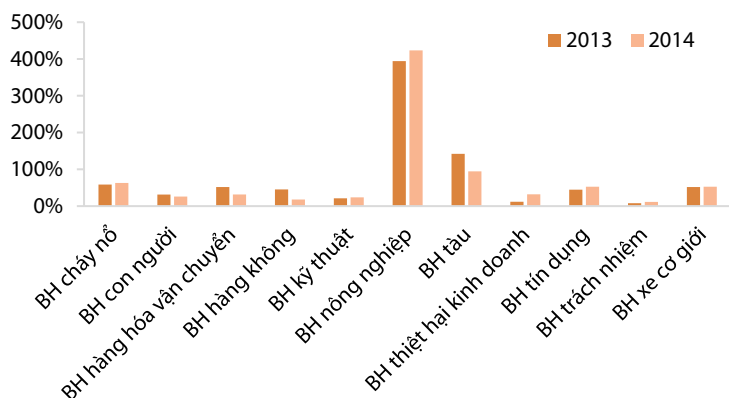
**Biểu đồ 7: Cơ cấu doanh thu phí bảo hiểm gốc**



Nguồn: BMI, RongViet Research

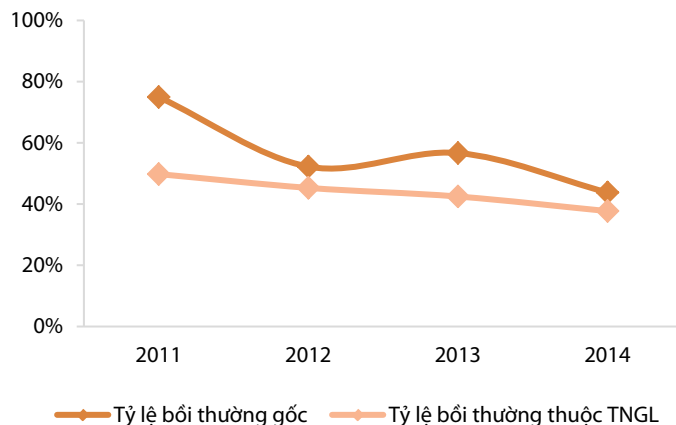
Bên cạnh tiêu chí về tỷ lệ bồi thường, tỷ lệ kết hợp (tỷ lệ giữa chi phí bồi thường và chi phí quản lý chung trên tổng phí thu được) cũng là một thước đo về khả năng sinh lợi của công ty bảo hiểm. Tỷ lệ kết hợp của BMI giảm nhẹ 2% trong giai đoạn 2011 – 2012 nhưng tăng mạnh trong 2013 và 2014. Mức tăng này là do BMI hạch toán chi phí môi giới bảo hiểm vào chi phí cho hoạt động kinh doanh bảo hiểm để phù hợp với nguyên tắc kế toán mới. Điều này khiến biên lợi nhuận gộp của Bảo Minh giảm mạnh trong năm 2014. Để giảm chi phí hoa hồng môi giới và chi phí quảng cáo, Bảo Minh đang cắt giảm các khâu trung gian bán hàng đồng thời nâng cấp các đại lý lên thành đại lý chuyên nghiệp để tăng hiệu quả quản lý chi phí.

**Biểu đồ 8: Tỷ lệ bồi thường BH gốc của các nghiệp vụ**



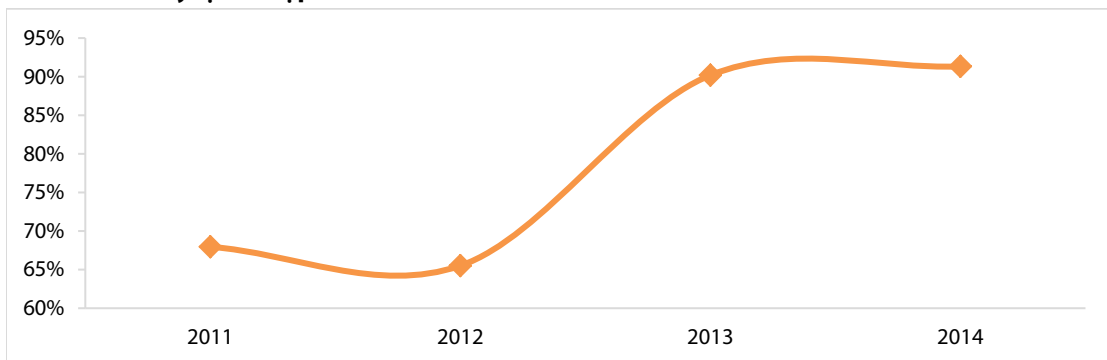
Nguồn: BMI, RongViet Research

**Biểu đồ 9: Tỷ lệ BT gốc và BT thuộc TNGL qua các năm**



Nguồn: BMI, RongViet Research

**Biểu đồ 10: Tỷ lệ kết hợp của BMI**

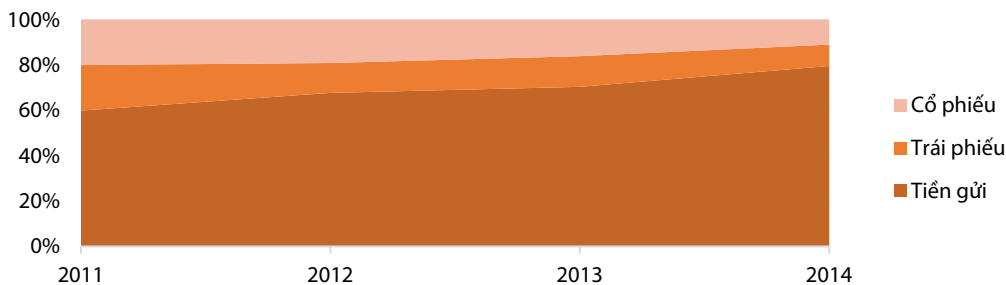


Nguồn: BMI, RongViet Research

### Danh mục đầu tư thận trọng hơn tạo dư địa tăng trưởng trong nghiệp vụ kinh doanh bảo hiểm

BMI tỏ ra khá thận trọng trong hoạt động đầu tư tài chính. Do đó, tiền gửi thường chiếm từ 50% - 80% giá trị danh mục đầu tư. Do tỷ suất lợi nhuận đầu tư cổ phiếu có xu hướng giảm (năm 2013 ước tính khoảng 7,7% và 2014 khoảng 5,74%) nên trong năm 2014 BMI đã giảm tỷ trọng đầu tư vào cổ phiếu xuống còn 10,84% từ mức 15,96% trong năm trước đó. Nhờ đó, chi phí cho hoạt động kinh doanh chứng khoán và chi phí tài chính năm 2014 đều giảm khoảng một nửa trong khi lợi nhuận từ hoạt động tài chính tăng gấp 2,34 lần so với năm 2013, đạt hơn 71 tỷ đồng. BMI dự kiến sẽ tiếp tục duy trì tỷ trọng đầu tư cao vào 2 kênh tiền gửi và trái phiếu chính phủ ở mức khoảng 90% giá trị danh mục đầu tư đồng thời ưu tiên các khoản tiền gửi có kỳ hạn dài nhằm cải thiện thu nhập từ lãi.

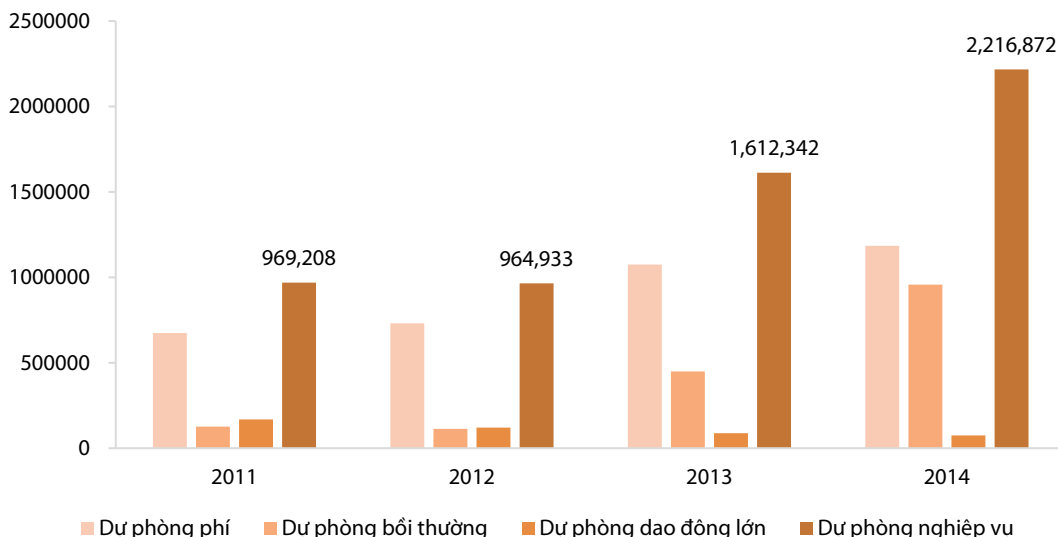
**Biểu đồ 11: Cơ cấu danh mục đầu tư**



Nguồn: BMI, RongViet Research

Chúng tôi cho rằng việc tái cơ cấu danh mục đầu tư còn là một bước đi của BMI nhằm cải thiện biên khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Một mặt, biên khả năng thanh toán tối thiểu (bắt buộc) của doanh nghiệp BHPNT được tính dựa trên mức phí bảo hiểm giữ lại. Mặt khác, các công cụ đầu tư rủi ro cao như cổ phiếu và trái phiếu bị loại trừ một phần giá trị khi tính biên khả năng thanh toán. Trong năm 2013, tỷ lệ giữa biên khả năng thanh toán thực và biên khả năng thanh toán tối thiểu là 226%, năm 2014 con số này giảm còn 181% chủ yếu do BMI cũng đã tăng trích lập cho các quỹ dự phòng nghiệp vụ (+37,49%). Do đó, việc giảm tỷ trọng đầu tư cổ phiếu sẽ cho phép BMI duy trì khoảng cách giữa biên khả năng thanh toán thực và biên khả năng thanh toán tối thiểu, từ đó theo đuổi mức tăng trưởng phí bảo hiểm và lợi nhuận nghiệp vụ cao hơn, hài hòa giữa tăng trưởng và kiểm soát rủi ro.

**Biểu đồ 12: Số dư dự phòng nghiệp vụ 2011 – 2014**



Nguồn: BMI, RongViet Research

### Việc tăng vốn điều lệ để nâng năng lực cạnh tranh trong dài hạn

Theo Nghị quyết của ĐHĐCĐ thường niên năm 2015, BMI dự kiến sẽ tăng vốn điều lệ thêm 75,5 tỷ đồng từ nguồn thặng dư vốn cổ phiếu. Theo lộ trình tăng vốn điều lệ sau khi niêm yết, đến năm 2010, VDL của công ty đã phải là 1.100 tỷ. Tuy nhiên, kế hoạch này vẫn chưa thể thực hiện được vì trong giai đoạn thị trường bảo hiểm khó khăn, lợi nhuận của Công ty tăng trưởng chậm và việc tăng vốn có thể ảnh hưởng đến lợi ích của các cổ đông của BMI. Quyết định tăng vốn điều lệ lên 830,5 tỷ đồng lần này được đưa ra khi điều kiện thị trường cũng như hoạt động công ty đã có sự chuyển biến tích cực.

Mặt khác, nhiều doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ khác cũng đang đẩy mạnh phát hành tăng vốn (PTI tăng VDL từ 700 tỷ đồng lên 1.000 tỷ đồng, BIC từ 660 tỷ lên 693 tỷ đồng). Do đó, việc tăng vốn có thể tăng khả năng tham gia đấu thầu của BMI vào các hợp đồng bảo hiểm lớn. Hơn nữa, số lượng cổ phần phát hành thêm khá thấp (7,5 triệu cổ phiếu) và việc nguồn phát hành được lấy từ thặng dư vốn cổ phần nên GTSS trên mỗi cổ phần sẽ không thay đổi và mức độ pha loãng cũng không đáng kể.

Chúng tôi nhận thấy từ khi niêm yết đến nay, BMI thực hiện chi trả cổ tức khá đều đặn, với tỷ lệ chi trả luôn trong khoảng 10%-15% VDL. Việc giảm tỷ lệ chi trả trong 2 năm gần đây phản ánh sự thận trọng của doanh nghiệp trong việc duy trì quy mô vốn chủ sở hữu trong giai đoạn thị trường khó khăn. Cuối quý 1/2015, sau khi trừ đi các khoản dự phòng nghiệp vụ thì số dư tiền mặt và tiền gửi cũng còn rất lớn (363 tỷ đồng). Do đó, BMI hoàn toàn có thể đảm bảo tỷ lệ cổ tức ổn định như hiện nay trong thời gian tới.

Ở mức giá hiện tại, cổ phiếu BMI có tỷ suất cổ tức tiền mặt khá tốt, khoảng 6%. Trong điều kiện lãi suất tiền gửi đang thấp như hiện nay, đây là tỷ suất cổ tức có thể chấp nhận được nhà đầu tư dài hạn, ngại rủi ro hoặc ưa thích cổ tức bằng tiền mặt.

### Quan điểm và định giá

Thương hiệu lâu năm, hệ thống rộng và thị phần lớn là những thế mạnh cạnh tranh của BMI. Sau giai đoạn khó khăn chung của thị trường bảo hiểm, BMI đang tập trung cho việc kiểm soát chi phí môi giới, quảng cáo và tỷ lệ bồi thường. Nhờ đó, từ 2014 hiệu quả hoạt động của BMI đã có dấu hiệu cải thiện khi doanh thu kinh doanh bảo hiểm tăng tốc trong khi tỷ lệ bồi thường tiếp tục được kéo giảm. Mặt khác, BMI cũng đã tiến hành tái cơ cấu mục đầu tư tài chính theo hướng gia tăng tỷ trọng tiền gửi dài hạn như một bước đi nhằm cải thiện thu nhập từ lãi và nâng cao biên khả thanh toán.

Sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng cổ tức và phương pháp so sánh (P/E và P/B) chúng tôi xác định giá hợp lý của cổ phiếu BMI là **22.800 đồng/cp**. Với những nhận định trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** đối với cổ phiếu BMI.

Bên cạnh hoạt động kinh doanh và quản trị dần tốt lên, BMI có lịch sử chi trả cổ tức đều đặn với mức tỷ suất khoảng 6% khiến cho cổ phiếu này khá phù hợp với nhà đầu tư giá trị. Tuy nhiên, cũng như hầu hết những doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ khác, thanh khoản của cổ phiếu là vấn đề cần lưu ý.

**Bảng 2: Ma trận định giá**

Mô hình định giá	Giá (VND)	Tỷ trọng	Bình quân (VND)
DDM	17.722	30%	5.317
P/E	23.245	40%	9.298
P/B	27.294	30%	8.188
Giá bình quân			<b>22.803</b>

*Nguồn: RongViet Research*





Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	1.951,9	2.170,4	2.407,1	2.721,9
Giá vốn	1.760,4	1.982,2	2.144,4	2.448,1
<b>Lãi gộp</b>	<b>191,5</b>	<b>188,2</b>	<b>262,7</b>	<b>273,7</b>
Chi phí bán hàng	0,0	0,0	0,0	0,0
Chi phí quản lý	136,7	136,9	136,8	136,8
Thu nhập từ HĐTC	196,0	171,2	158,2	155,0
Chi phí tài chính	174,7	99,9	96,5	87,3
Lợi nhuận khác	3,6	2,1	2,9	2,5
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>105,3</b>	<b>144,9</b>	<b>217,1</b>	<b>232,1</b>
Thuế TNDN	14,5	24,6	36,9	40,7
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,3	4,3	4,7	4,1
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>89,5</b>	<b>116,1</b>	<b>175,5</b>	<b>187,3</b>
EBIT	<b>105,5</b>	<b>144,9</b>	<b>217,1</b>	<b>232,1</b>
EBITDA	79,3	126,5	217,1	232,1

Đvt:%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	9,2	11,2	10,9	13,1
Lợi nhuận HKKD	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-3,4	59,4	71,7	-8,5
EBIT	-2,2	37,3	49,8	-8,5
Lợi nhuận sau thuế	3,4	29,7	51,2	-8,1
Tổng tài sản	19,0	16,0	4,7	5,4
Vốn chủ sở hữu	-0,9	0,9	4,8	4,1
Tốc độ tăng trưởng nội tại	-0,1	1,9	4,5	3,7
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	9,8	8,7	10,9	8,8
LN HKKD / Doanh thu	2,8	2,4	5,2	3,8
EBITDA/ Doanh thu	4,1	5,8	9,0	7,3
EBIT/ Doanh thu	5,4	6,7	9,0	7,3
LNST/ Doanh thu	4,6	5,3	7,3	5,9
ROA	2,1	2,3	3,2	2,8
ROIC or RONA	2,9	3,4	4,6	4,0
ROE	4,1	5,3	7,8	6,9
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay kh. phải thu	2,0	2,5	2,9	3,0
Vòng quay hàng tồn kho	385,8	437,8	391,5	388,2
Vòng quay khoản phải trả	2,7	2,6	2,7	3,0
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	4,4	3,8	3,9	3,8
Nhanh	4,3	3,8	3,9	3,8
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	108,2	140,0	140,0	143,1
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

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tiền	239	285	378	486
Đầu tư tài chính ngắn hạn	982	590	485	473
Các khoản phải thu	968	763	909	935
Tồn kho	4	5	6	6
Tài sản ngắn hạn khác	843	1.413	1.341	1.458
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>3.036</b>	<b>3.055</b>	<b>3.119</b>	<b>3.359</b>
Tài sản cố định hữu hình	87	98	102	115
Tài sản cố định vô hình	318	316	313	311
Xây dựng cơ bản dở dang	37	44	38	40
Bất động sản đầu tư	25	37	37	41
Đầu tư tài chính dài hạn	1.039	1.724	1.922	1.987
Tài sản dài hạn khác	62	66	60	63
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>1.569</b>	<b>2.285</b>	<b>2.472</b>	<b>2.557</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>4.605</b>	<b>5.341</b>	<b>5.591</b>	<b>5.916</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	535	575	541	589
Khoản phải trả ngắn hạn khác	162	224	252	280
Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	1.647	2.260	2.412	2.542
<b>Tổng nợ</b>	<b>2.344</b>	<b>3.059</b>	<b>3.205</b>	<b>3.410</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.166</b>	<b>2.185</b>	<b>2.290</b>	<b>2.409</b>
Vốn đầu tư của CSH	755	755	755	755
Lợi nhuận giữ lại	192	200	291	394
Các quỹ	85	97	110	127
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.166</b>	<b>2.185</b>	<b>2.290</b>	<b>2.409</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	95	96	96	96
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>4.605</b>	<b>5.341</b>	<b>5.591</b>	<b>5.916</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015E</b>	<b>FY2016F</b>
LN TT	105,3	144,9	217,1	232,1
Khấu hao	26,2	18,4	40,5	59,4
Các điều chỉnh	0,0	0,0	0,0	0,0
Thay đổi vốn lưu động	-31,9	322,1	40,3	18,0
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>99,6</b>	<b>485,5</b>	<b>297,9</b>	<b>309,6</b>
Thay đổi TSCĐ	-21,4	-45,5	-36,3	-76,3
Thay đổi các khoản mục đầu tư khác	-38,7	-686,4	-196,9	-64,9
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-60,2</b>	<b>-731,9</b>	<b>-233,2</b>	<b>-141,2</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	-3,0	0,0	0,0	0,0
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	-42,2	292,7	28,5	-60,5
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-45,2</b>	<b>292,7</b>	<b>28,5</b>	<b>-60,5</b>
Tiền thuần trong kỳ	-5,8	46,3	93,2	107,8
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>244,5</b>	<b>238,7</b>	<b>285,0</b>	<b>378,3</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>238,7</b>	<b>285,0</b>	<b>378,3</b>	<b>486,1</b>

## BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

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

### Các loại khuyến cáo

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

### GIỚI THIỆU

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

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

### Hệ thống mạng lưới

#### Trụ sở chính

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

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

#### Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

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

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

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

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**