



ĐÒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	24,900
Giá thị trường (23/3/2015)	22,800
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	80.4
Vốn hóa (tỷ)	1,800
Giá trị sổ sách/cp	22,900
Sở hữu nước ngoài	37.1%
Giá hiện tại (đ/cp)	22,800
KLTB 10 ngày (cp)	32,878
Giá thấp nhất 52T	13,600
Giá cao nhất 52T (đ)	27,700
+/- 7 ngày qua	3%
+/- 1 tháng qua	4%

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

PTI – Khuyến nghị MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA trung và dài hạn** cổ phiếu PTI với giá mục tiêu 1 năm là 24,900 đồng/cp, tăng 9.9 % so với mức giá đóng cửa ngày 23/3/2015 dựa trên phương pháp định giá PB và PE.

Kết quả kinh doanh đột biến trong 2015: Doanh thu phí bảo hiểm gốc đạt 2,500 tỷ đồng (+42.3% yoy). Đóng góp chính vào mức tăng tốt của doanh thu là các mảng sản phẩm bán lẻ, bao gồm bảo hiểm xe cơ giới (+53.9%) và bảo hiểm con người (+37.1%). LNST đạt 162.2 tỷ (+140.1% yoy), nhờ những lợi nhuận đột biến từ hoạt động tài chính bao gồm (1) Thương vụ bán bất động sản đưa về 108 tỷ đồng lợi nhuận gộp (2) Số tiền 1,067 tỷ đồng nhận về từ Dongbu vào tháng 6/2015 đã giúp lãi tiền gửi đạt 109.6 tỷ đồng (+82.9% yoy). Nếu loại trừ các khoản lợi nhuận đột biến từ việc bán bất động sản, PTI ghi nhận 95.5 tỷ đồng LNTT, tương đương với mức tăng 14.7% so với cùng kỳ năm ngoái.

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

- (1) **Định hướng tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc:** PTI chú trọng tăng trưởng vào mảng xe cơ giới, tận dụng các lợi thế sẵn có và động lực từ thị trường.
- (2) **Hoạt động đầu tư có động lực lớn từ nguồn tiền mới và lãi suất được cải thiện.** Nguồn tiền 1,067 tỷ đồng nhận về từ Dongbu đã làm tăng gấp đôi lượng tiền đầu tư của PTI. Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất đã chạm đáy trong 2015 và được dự báo cải thiện dần trong 2016 sẽ góp phần cải thiện hiệu suất đầu tư.
- (3) **Lợi nhuận bảo hiểm được cải thiện trong dài hạn.** Các cơ chế quản lý rủi ro và quản lý chi phí đang được áp dụng dự kiến giúp doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận từ nghiệp vụ bảo hiểm. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng trong ngắn hạn, tỷ lệ bồi thường tăng nhanh làm ảnh hưởng đến lợi nhuận nghiệp vụ bảo hiểm của công ty.

Dự báo KQKD 2016: Chúng tôi dự báo doanh thu phí bảo hiểm 2016 của PTI sẽ đạt 2,913 tỷ đồng (+18.4%yoy). LNST của công ty ước đạt 141.7 tỷ (-13% yoy), tương ứng với EPS forward là 1,762 VND/cp. Cổ tức được dự báo sẽ duy trì ở mức 12%/năm.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	2015
DTT (tỷ đ)	982	1,607	1,638	1,691	2,21
% tăng trưởng yoy		63.7%	1.9%	3.2%	30.7
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,614	1,659	2,015	2,476	4,28
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	664	662	659	674	1,84
Vốn điều lệ (tỷ đ)	450	504	504	504	804
LN thuần (tỷ đ)	101	107	73	84	203
Biên LN thuần	10.2%	6.6%	4.5%	5.0%	9.2%
LN sau thuế (tỷ đ)	85.0	84.2	54.8	67.3	162.
% tăng trưởng yoy		-0.9%	-34.9%	22.8%	141
EPS (VND/cp)	1,387	1,280	1,008	1,337	2,50
ROE	12.7%	12.6%	8.3%	10.0%	8.8%
ROA	5.2%	5.0%	2.7%	2.7%	3.8%
ROS	8.6%	5.2%	3.3%	4.0%	7.3%

TỔNG QUAN PTI

Tên công ty	Tổng CTCP Bảo Hiểm Bưu Điện
Địa chỉ	Tầng 5- 8, Số 4A Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại	+84 (4) 377-24466
Fax	+84 (4) 377-24460
Email	ptioffice@fmail.vnn.vn
Vốn điều lệ	804 tỷ đồng
Lĩnh vực hoạt động	Bảo hiểm phi nhân thọ Nghịệp vụ tái bảo hiểm Đầu tư tài chính

Lịch sử hình thành

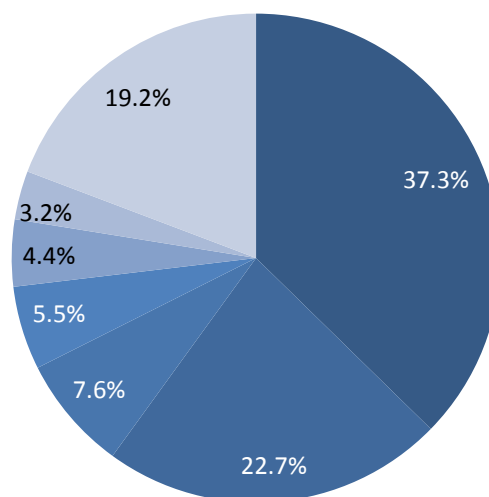
- Công ty cổ phần Bảo hiểm Bưu Điện, thành lập ngày 18/06/1998, với mức vốn điều lệ 70 tỷ đồng.
- Ngày 15/6/1995, VDL công ty là 32.042.000.000 đồng.
- Công ty trải qua 4 lần tăng vốn điều lệ trước khi niêm yết, và vốn điều lệ của công ty hiện đang là 804 tỷ đồng.
- Ngày 6/8/2012, công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội với mã PTI

Danh sách cổ đông lớn

Tên cổ đông	Số lượng cp nắm giữ	Tỷ lệ
Công ty TNHH Bảo hiểm Dongbu	30 triệu	37.32%
Tập Đoàn Bưu chính viễn thông Việt Nam	18.2 triệu	22.67%
CTCP Chứng khoán VNDirect	6.1 triệu	7.60%
Tổng CTCP Bảo Minh	4.4 triệu	5.53%

Cơ cấu cổ đông của PTI khá cô đặc với 4 cổ đông lớn chiếm tới hơn 73% công ty. Trong đó, cổ đông lớn nhất là công ty bảo hiểm Dongbu vừa tham gia quản lý PTI từ 2015.

Triển vọng nói room trong thời gian tới sẽ giúp PTI thu hút thêm đầu tư từ các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức nước ngoài. Tỷ lệ nắm giữ của cổ đông nước ngoài tại PTI hiện nay là 37.3%.



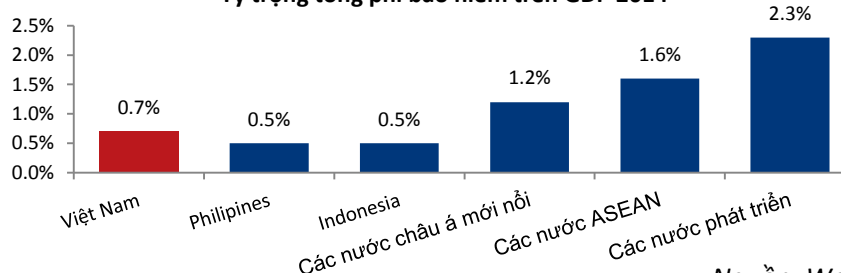
■ Dongbu
 ■ VNPT
 ■ VNDirect
 ■ Bảo Minh
■ Vinare
 ■ Quỹ IDA
 ■ Khác

NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ VIỆT NAM

TỔNG QUAN NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ

Ngành bảo hiểm là một trong phân khúc quan trọng của hệ thống tài chính, nhưng ở Việt Nam vẫn chưa đạt được vị thế tương xứng. Ngành bảo hiểm đảm bảo sự thông suốt trong hoạt động của nền kinh tế cũng như từng hộ gia đình, tránh khỏi những rủi ro bất ngờ và không mong muốn dưới hình thức chia sẻ phí bảo hiểm. Ngành bảo hiểm Việt Nam được thành lập vào năm 1995, và qua hơn 30 năm hiện đang có 30 doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ trên cả nước. Tuy vậy, đóng góp của ngành bảo hiểm phi nhân thọ vào GDP của Việt Nam đang ở mức từ 0.6% - 0.7%. Con số này thấp hơn nhiều so với mức trung bình 1.6% của các nước Đông Nam Á và 2.3% của các nước phát triển, cho thấy tiềm năng tăng trưởng của ngành còn lớn.

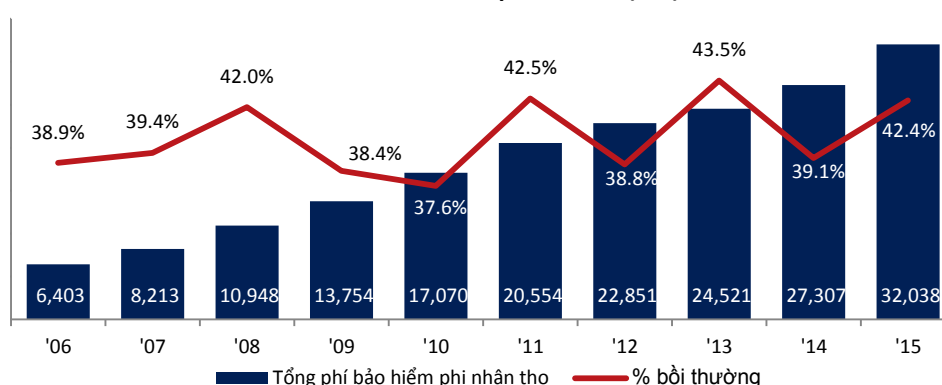
Tỷ trọng tổng phí bảo hiểm trên GDP 2014



Nguồn: World Bank

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.

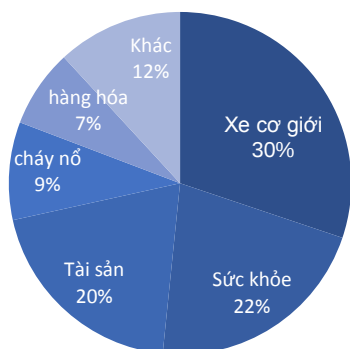
Phân khúc bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam



Nguồn: Cục Giám sát bảo hiểm

CÁC NGHIỆP VỤ KINH DOANH BẢO HIỂM

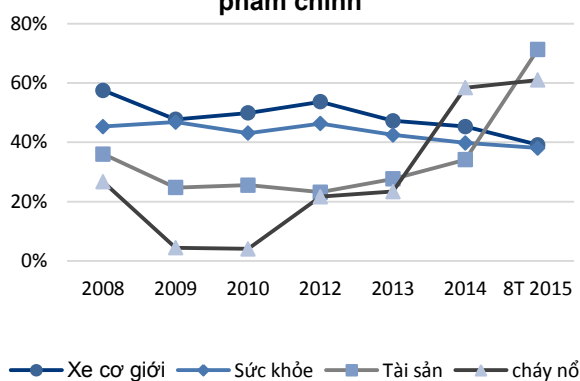
Cơ cấu sản phẩm BH phi nhân thọ



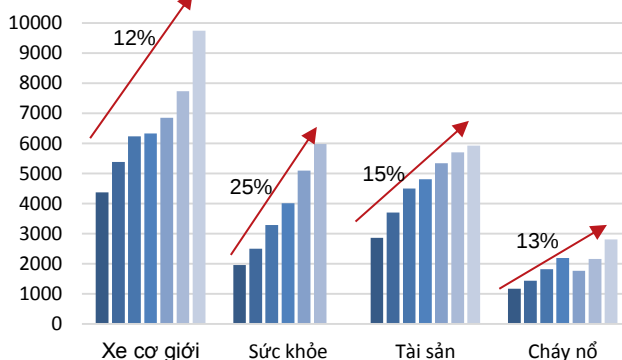
Bảo hiểm phi nhân thọ rất đa dạng về mặt sản phẩm, tuy nhiên 70% thị phần của ngành thuộc về 4 nhóm sản phẩm chính: Bảo hiểm xe cơ giới (30%); bảo hiểm sức khỏe (22%); Bảo hiểm tài sản kỹ thuật, bao gồm tài sản (20%) và cháy nổ (9%).

Các mảng sản phẩm đều có sức tăng trưởng tốt, Tỷ lệ bồi thường của các sản phẩm có nhiều biến động qua các năm, với xu hướng giảm dần đối với các mảng sản phẩm bán lẻ (xe cơ giới và sức khỏe), trong khi có mức tăng đột biến với các mảng sản phẩm tài sản và cháy nổ

Tỷ lệ bồi thường các mảng sản phẩm chính



Doanh thu phí các mảng sản phẩm chính 2009 - 2015



Nguồn: Cục Giám sát bảo hiểm

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. 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 mức tăng 44% của xe du lịch, là phân khúc dự kiến sẽ tiếp tục có sức tăng trưởng tốt trong 2016. Ngược lại, các quy định chặt chẽ về tải trọng và các chính sách thuế là động lực chính cho sức tăng 74% của mảng xe thương mại, dự kiến sẽ trở nên bão hòa và không duy trì được sức tăng tốt này trong 2016. Sức tăng trưởng ngành ô tô cho 2016 được BSC dự báo chứng lại về mức 15-20%, nhưng vẫn 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.

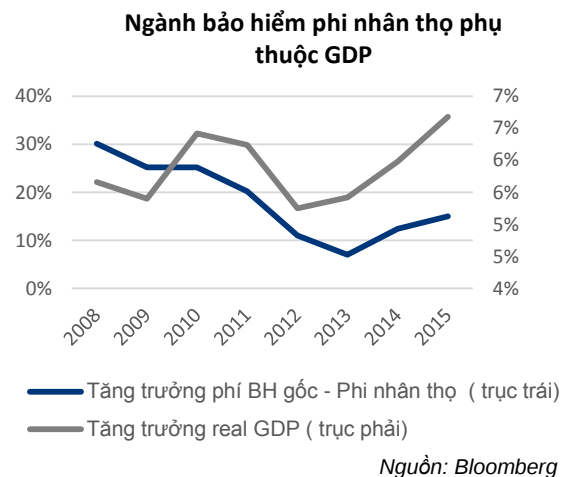
Bảo hiểm sức khỏe có động lực tăng trưởng đến từ sức tăng tốt trong thu nhập bình quân đầu người, và việc ý thức chăm sóc sức khỏe của người dân nâng cao. Mức dân số đông, thu nhập hộ gia đình tăng cùng với sự đi lên của nền kinh tế, và nhận thức về các sản phẩm bảo hiểm đang được cải thiện sẽ là những điều kiện thuận lợi để phân khúc bảo hiểm này phát triển trong những năm tiếp theo.

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 2015, phân khúc tài sản thiệt hại, và đặc biệt là mảng cháy nổ sẽ vẫn duy trì mức tăng trưởng tốt, nhờ vào sự chú trọng về mặt chính sách và sự phục hồi của thị trường bất động sản.

TRIỂN VỌNG NGÀNH

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:



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:

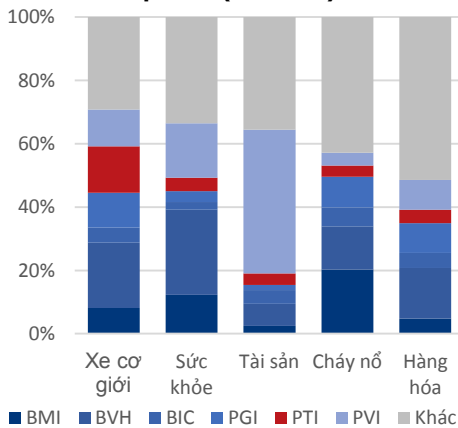
1) quy định về tiêu chuẩn kế toán dành cho doanh nghiệp bảo hiểm giúp làm minh bạch hơn hoạt động của các công ty; **(2)** quy định về mức trần phí hoa hồng hay mức sàn của tỷ lệ phí bảo hiểm xe cơ giới nhằm hạn chế cạnh tranh không lành mạnh; **(3)** quy định yêu cầu bắt buộc bảo hiểm cháy nổ để gia 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.

TỔNG CTCP BẢO HIỂM BƯU ĐIỆN - PTI

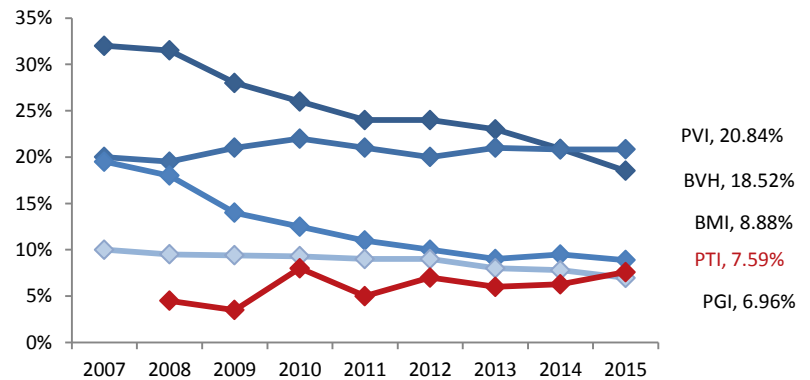
VỊ THẾ PTI

Tổng CTCP Bảo hiểm Bưu Điện được thành lập năm 1998, và hiện đang hoạt động với mức vốn điều lệ là 804 tỷ đồng, lớn thứ 4 trong ngành sau Bảo Việt, PVI và Bảo Minh. Thị phần của PTI đang tăng dần lên trong những năm gần đây, và trong năm 2015 đã vượt qua PJICO để trở thành doanh nghiệp có thị phần lớn thứ 4 trong ngành, với 7.59% thị phần. Thế mạnh của PTI nằm ở mảng sản phẩm xe cơ giới, với 12.5% thị phần trong giai đoạn 6T2015.

Thị phần từng mảng sản phẩm (6T2015)



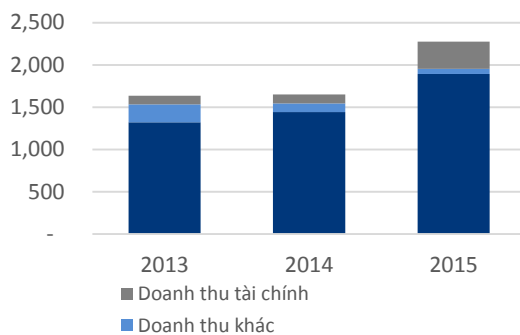
Thay đổi thị phần bảo hiểm phi nhân thọ



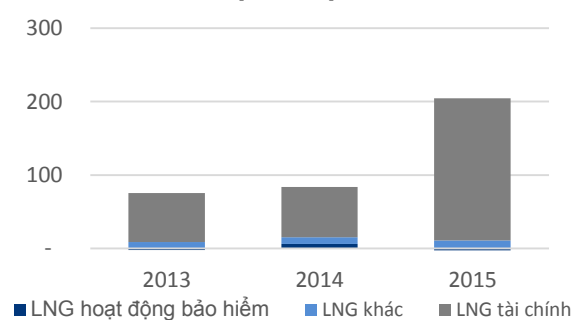
Nguồn: Cục Giám sát bảo hiểm, BCTC PTI

KẾT QUẢ KINH DOANH

Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng)

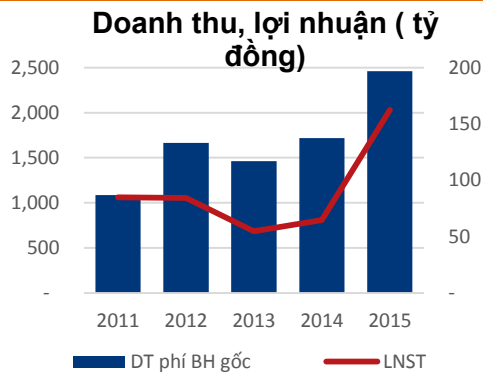


Cơ cấu lợi nhuận (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC PTI

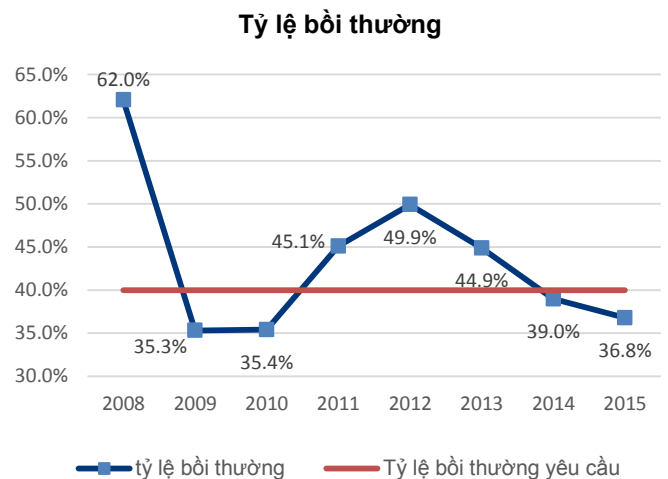
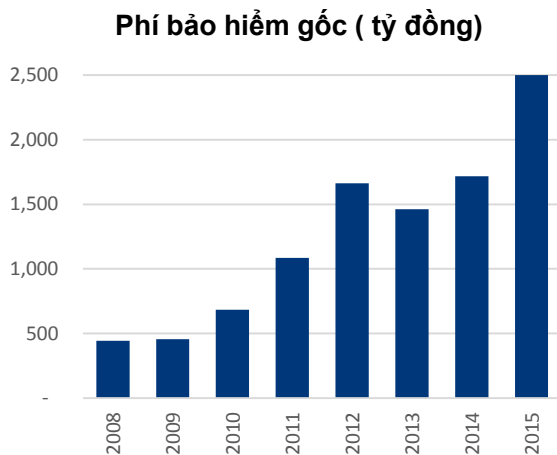
Hoạt động của PTI có 2 nguồn thu chính, bao gồm (1) Hoạt động bảo hiểm và (2) Hoạt động đầu tư. Tương tự như các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ khác, các mảng hoạt động của PTI có sự phân hóa rõ rệt trong mức đóng góp vào doanh thu, lợi nhuận. Trung bình giai đoạn 2013-2015, hoạt động tái bảo hiểm mang về 84% tổng doanh thu và 1.2% LNTT. Ngược lại, hoạt động tài chính đóng góp 8.9% doanh thu và 89.3% LNTT.



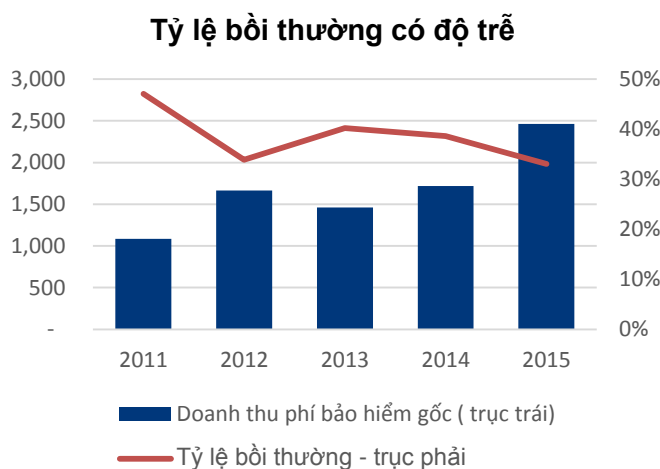
Tăng trưởng đột biến năm 2015: Giai đoạn 2011-2015, PTI đạt mức tăng trưởng doanh thu trung bình là 17.6%, cao hơn so với mức tăng chung của ngành là 15%, và tăng trưởng lợi nhuận trung bình đạt mức 13.8%. Mức tăng trưởng này chủ yếu được đóng góp từ tăng trưởng đột biến trong 2015. Tổng CTCP Bảo hiểm Bưu Điện đã ghi nhận 2,500 tỷ đồng doanh thu (+46% yoy) và 204.1 tỷ đồng LNTT (+139% yoy) trong năm 2015. Những điều kiện thuận lợi của nền kinh tế, cùng với những mạnh dạn thay đổi của ban lãnh đạo công ty đã giúp cho PTI có kết quả kinh doanh tốt trong năm 2015.

NGHIỆP VỤ BẢO HIỂM GỐC

Tổng doanh thu phí nhận tái của PTI tăng trưởng mạnh 3 năm gần đây, với hơn 2,500 tỷ đồng phí bảo hiểm gốc năm 2015, tương ứng CAGR = 28% giai đoạn 2008-2015, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng bình quân 16.6% của thị trường. Trong đó, riêng năm 2015, công ty đã ghi nhận mức tăng trưởng đột biến 46% yoy.

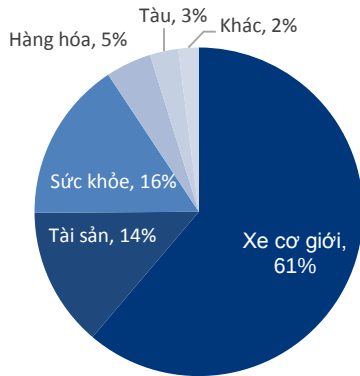


Nguồn: BCTC PTI



Tỷ lệ bồi thường giảm qua các năm và về mức 36.8% trong 2015. Sử dụng mức số liệu của 6 doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết trên sàn hiện nay, tỷ lệ bồi thường yêu cầu để có thể ghi nhận lãi nghiệp vụ là ở mức 40.3%, theo đó, tỷ lệ bồi thường của PTI đang ở mức tốt trong 2 năm gần đây. Tuy nhiên, BSC lưu ý rằng tỷ lệ bồi thường được ghi nhận bởi các doanh nghiệp bảo hiểm thường có độ trễ khoảng một năm, theo đó mức tăng trưởng doanh thu của PTI trong các năm qua góp phần giữ tỷ lệ bồi thường ở mức thấp. Do vậy, khả năng kiểm soát rủi ro của PTI cần được xem xét thêm trong thời gian tới.

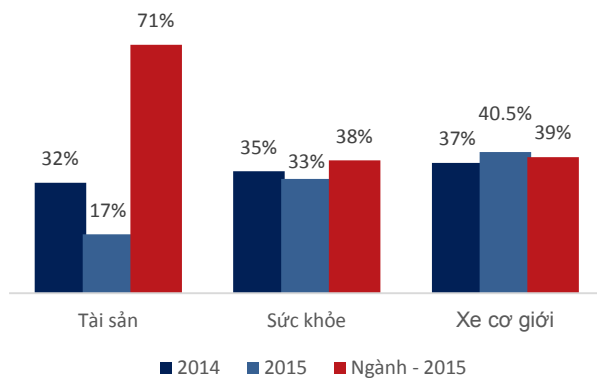
Cơ cấu doanh thu



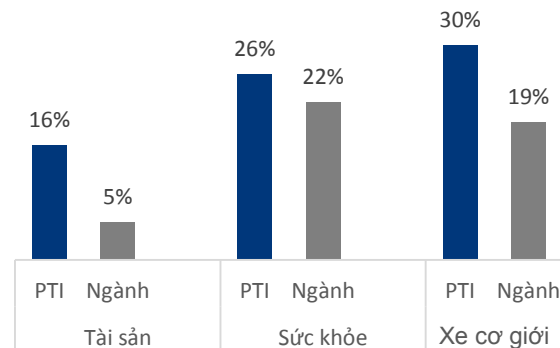
Nguồn: BCTC PTI, BSC tổng hợp

Cơ cấu các sản phẩm phí bảo hiểm gốc của PTI có 3 mảng sản phẩm chính, đóng góp tới hơn 91% tổng phí bảo hiểm gốc của doanh nghiệp, bao gồm: Xe cơ giới, sức khỏe và tài sản kỹ thuật. Doanh thu phí bảo hiểm gốc của các mảng sản phẩm tăng đều qua các năm, với mức tăng trưởng cao hơn hẳn so với mặt bằng chung của ngành. Nổi bật là bảo hiểm xe cơ giới, với CAGR 2013-2015 = 30%, cao hơn 11% so với mức trung bình của ngành là 19.2%.

Tỷ lệ bồi thường (%)



So sánh tăng trưởng doanh thu (CAGR 2013-2015)



Nguồn: BCTC PTI

Tỷ lệ bồi thường các mảng sản phẩm chính được kiểm soát tốt, trừ mảng xe cơ giới. Sản phẩm xe cơ giới là sản phẩm duy nhất hiện đang có tỷ lệ bồi thường cao hơn 2% so với ngành và ở mức 41%. Các sản phẩm còn lại đều được kiểm soát chi phí bồi thường tốt, thể hiện ở tỷ lệ bồi thường đang theo đà giảm và đều thấp hơn so với tỷ lệ chung của ngành. Tuy nhiên, một phần lý do cho việc tỷ lệ bồi thường thấp là do mức tăng trưởng doanh thu đột biến năm 2015.

Bảo hiểm xe cơ giới

PTI có chiến lược tập trung chủ yếu vào mảng bảo hiểm xe cơ giới. Sản phẩm này đang đóng góp tới 61% tổng doanh thu của công ty, và chiếm mức thị phần 12.5% trong năm 2016, đứng thứ 2 trên thị trường, sau Bảo Việt.

Doanh thu bảo hiểm xe cơ giới đạt mức tăng trưởng cao 30% giai đoạn 2013-2015, cao hơn nhiều so với mức tăng 19.2% của ngành. Riêng trong 2015, doanh thu từ mảng bảo hiểm xe cơ giới của PTI tăng trưởng 59%, một phần nhờ vào sự tăng trưởng đột biến 56.6% của ngành ô tô, cũng như các biện pháp tăng cường phát triển hệ thống phân phối của PTI.

Tỷ lệ bồi thường của mảng bảo hiểm xe cơ giới trong năm 2015 là 40.5%, tăng so với mức 37% của năm 2014 và cao hơn so với mức trung bình của ngành là 39%. Mảng bảo hiểm xe cơ giới vốn là mảng sản phẩm có tỷ lệ bồi thường cao, trung bình 48.3% cho giai đoạn 2008-2014. Tỷ lệ bồi thường hiện nay của PTI vẫn trong mức cho phép, tuy nhiên BSC lưu ý rằng tỷ lệ bồi thường sẽ tăng mạnh trong các năm tới khi tăng trưởng doanh thu chững lại.

Tăng trưởng doanh thu cho mảng xe cơ giới của PTI sẽ chững lại đáng kể, nhưng vẫn khả quan với dự báo ở mức 25% nhờ:

- **Yếu tố tích cực từ thị trường** nói chung như đã trình bày ở trên, bao gồm sức tăng trưởng của ngành ô tô, thu nhập bình quân đầu người cải thiện tốt, nhận thức của người dân về tầm quan trọng của hoạt động bảo hiểm. Trong năm 2016, sản lượng tiêu thụ ô tô dự kiến sẽ chứng lại đáng kể so với mức tăng đột biến trong 2015, nhưng được dự báo sẽ vẫn duy trì đà tăng, ở mức 15-20%.
- **Các chính sách mới và nỗ lực của ban quản trị trong việc duy trì sức tăng trưởng tốt của kênh bán lẻ:** PTI hiện đang triển khai các kênh phân phối mới, bao gồm Banca và Telesale. PTI đang ký hợp đồng hợp tác với 8 ngân hàng trong nước để thúc đẩy bán hàng. Đối với mảng Telesale, PTI đang hợp tác với các đối tác lớn Mobifone, Vinaphone, Visa, Vietnamairlines để triển khai các biện pháp đẩy mạnh doanh thu, đặt mục tiêu 100 tỷ trong 2016, gấp 3.6 lần mức doanh thu ghi nhận từ kênh bán hàng này trong 2015
- **Tỷ lệ bồi thường dự kiến tăng lên mức 41%,** do tăng trưởng doanh thu chứng lại.

Bảo hiểm sức khỏe

Bảo hiểm sức khỏe là mảng sản phẩm chính thứ 2, đóng góp 16% doanh thu. Bảo hiểm sức khỏe có mức tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2013-2015 = 26%, cao hơn mức tăng trưởng chung của ngành là 22%. Tỷ lệ bồi thường của phân khúc này được kiểm soát tốt, giảm từ 35% về mức 33%, một phần nhờ doanh thu đã tăng trưởng mạnh 37% trong năm 2015.

Triển vọng mảng bảo hiểm sức khỏe là trung lập, với doanh thu được BSC dự báo tăng trưởng 8% do (1) định hướng của PTI không chú trọng vào mảng sản phẩm này. **(2)** Sự giảm nhẹ của bảo hiểm học sinh, là sản phẩm đóng góp hơn 30% phí bảo hiểm sức khỏe của PTI trong 2015. 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. Bên cạnh đó, do mảng sản phẩm học sinh có tỷ lệ bồi thường khá thấp, ở mức khoảng 25% - 30%, việc tỷ trọng doanh thu từ bảo hiểm học sinh giảm sẽ làm tăng tỷ lệ bồi thường của bảo hiểm sức khỏe. được BSC dự báo tăng từ mức 33% lên mức 35% năm 2016.

Bảo hiểm tài sản kỹ thuật

Bảo hiểm tài sản kỹ thuật đóng góp 14% tổng doanh thu, và đạt mức tăng trưởng 16% giai đoạn 2013-2015. Tỷ lệ bồi thường của phân khúc này ở mức 17%, thấp nhất trong các mảng sản phẩm của PTI. Tuy vậy, đây là phân khúc có nhiều đột biến trong tỷ lệ bồi thường, và tỷ lệ bồi thường của ngành tăng nhanh những năm gần đây do ảnh hưởng của các thiệt hại liên quan đến các vụ bạo động ở Bình Dương, Hà Tĩnh năm 2014.

Thị phần của PTI trong mảng tài sản kỹ thuật là chỉ ở mức 3.7%, đứng thứ 4 trên thị trường. Đây là phân khúc mà tăng trưởng doanh thu phụ thuộc nhiều vào khả năng tiếp cận khách hàng, vốn là thế mạnh của Bảo Việt và PVI.

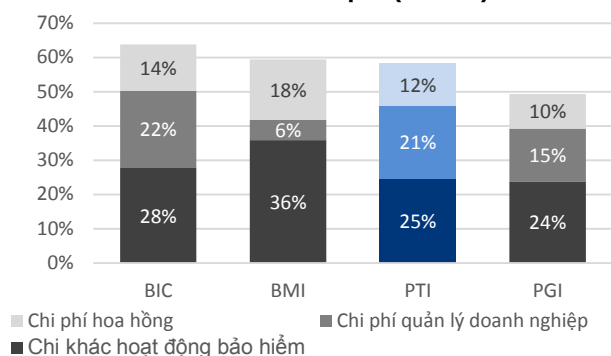
Trong năm 2016, PTI có các điều kiện thuận lợi hơn để phát triển hơn các mảng sản phẩm bán buôn, bao gồm bảo hiểm tài sản thiệt hại và bảo hiểm cháy nổ. Việc tăng vốn điều lệ giúp nâng cao khả năng bảo hiểm cũng như hình ảnh và uy tín của công ty. Tuy nhiên, do khả năng tiếp cận khách hàng hạn chế, chúng tôi dự báo sức tăng trưởng trong mảng sản phẩm là 6% trong năm 2016. Tương tự như các mảng sản phẩm khác, tỷ lệ bồi thường của tài sản kỹ thuật có thể tăng lên khi các phần trách nhiệm của năm 2015 được ghi nhận, được BSC dự đoán ở mức 24.3% cho năm 2016.

Quản lý tỷ lệ bồi thường

PTI hiện đang chú trọng quản lý rủi ro, dự kiến sẽ giữ tỷ lệ bồi thường thấp hơn mức trung bình ngành trong dài hạn. PTI hiện đang ứng dụng công nghệ thông tin, chuẩn hóa việc nhập liệu, quản trị thông tin khách hàng để tạo cơ sở dữ liệu cho việc quản lý bồi thường. Công ty sẽ điều chỉnh cách quản trị bồi thường từ năm tài chính sang năm nghiệp vụ với nghiệp vụ bảo hiểm ô tô và bảo hiểm chăm sóc sức khỏe để có thể đánh giá xác thực hơn hiệu quả quản lý rủi ro. Ngoài ra, công ty phân công đội ngũ giám sát bồi thường từ tổng công ty thay vì từ các chi nhánh, qua đó giảm thiểu việc trục lợi bảo hiểm.

Quản lý chi phí hoạt động bồi thường

So sánh chi phí (% DTT)



Nguồn: BCTC PTI, BIC, BMI, PGI

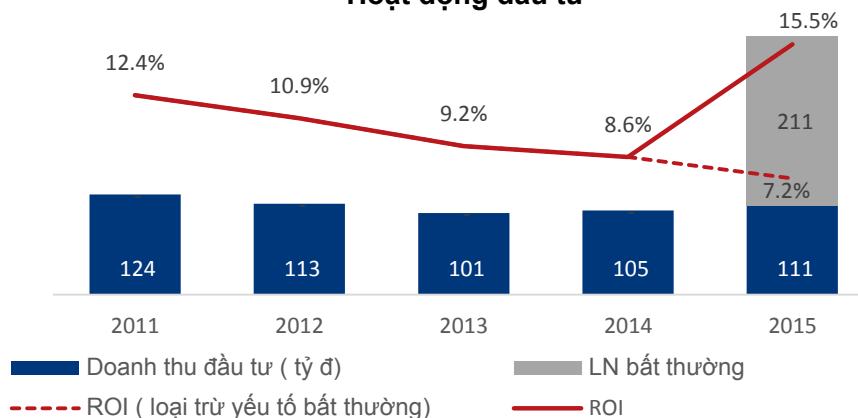
Bên cạnh chi phí bồi thường, các chi phí liên quan quyết định trọng yếu đến biên lợi nhuận của hoạt động bảo hiểm, bao gồm chi phí hoa hồng, chi phí quản lý doanh nghiệp, và chi phí khác. Tổng cộng các chi phí này chiếm tới 58% doanh thu thuần của PTI, cao thứ 3 trong ngành. Đại diện PTI cho biết công ty chú trọng vào các công tác quản lý rủi ro như chi phí quản trị, nâng cao chất lượng dịch vụ khách hàng, do vậy mức chi phí liên quan đã tăng đáng kể tỷ trọng từ mức 55% năm 2014. Trong 2016, công ty đang xây dựng lộ trình giảm chi phí kinh doanh, với mức tiêu giảm mức tỷ trọng doanh thu từ 0.5 -1.5% tùy từng khu vực.

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 PTI với mức đóng góp gần 90% lợi nhuận gộp.

Doanh thu đầu tư tăng đột biến trong năm 2015, đạt 321.7 tỷ đồng (+207.5% yoy) nhờ: (1) 178.6 tỷ đồng doanh thu ghi nhận từ việc bán bất động sản đầu tư và (2) Số tiền 1,067 tỷ đồng nhận về từ Dongbu vào tháng 6/2015 đã giúp lãi tiền gửi tăng mạnh 82.9% và đạt 109.6 tỷ đồng. Nếu loại trừ các yếu tố bất thường, hoạt động đầu tư của PTI ước tính đạt 111 tỷ đồng doanh thu (+6.1% yoy), tương ứng với mức tỷ suất đầu tư 7.2% giảm từ 8.6% của năm 2014 do áp lực của mặt bằng lãi suất thấp. Nhìn chung, cơ cấu đầu tư của PTI khá đa dạng, với nhiều biến chuyển trong năm 2015. Hoạt động đầu tư được quyết định bởi tổng giá trị đầu tư, và cơ cấu đầu tư.

Hoạt động đầu tư

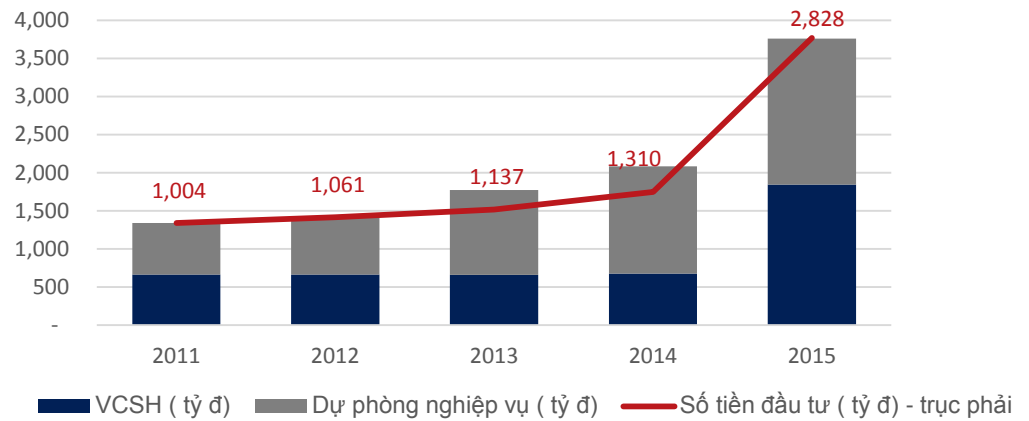


Nguồn: BCTC PTI

Tổng giá trị đầu tư

Tổng giá trị đầu tư của PTI đạt 2,828 tỷ đồng, tại thời điểm cuối 2015, tăng 116% yoy. Số tiền đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm đến từ (1) vốn chủ sở hữu (2) các khoản dự phòng bảo hiểm. Trong năm 2015, việc PTI tăng vốn điều lệ, cùng với sức tăng trưởng mạnh mẽ trong doanh thu đã tạo nên mức tăng đột biến trong tổng giá trị đầu tư. Trong giai đoạn 2011-2015, tổng số tiền đầu tư của PTI giao động trong khoảng 65% - 75% tổng giá trị của vốn chủ sở hữu và dự phòng nghiệp vụ, đây cũng là mức tỷ lệ hợp lý so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành khác.

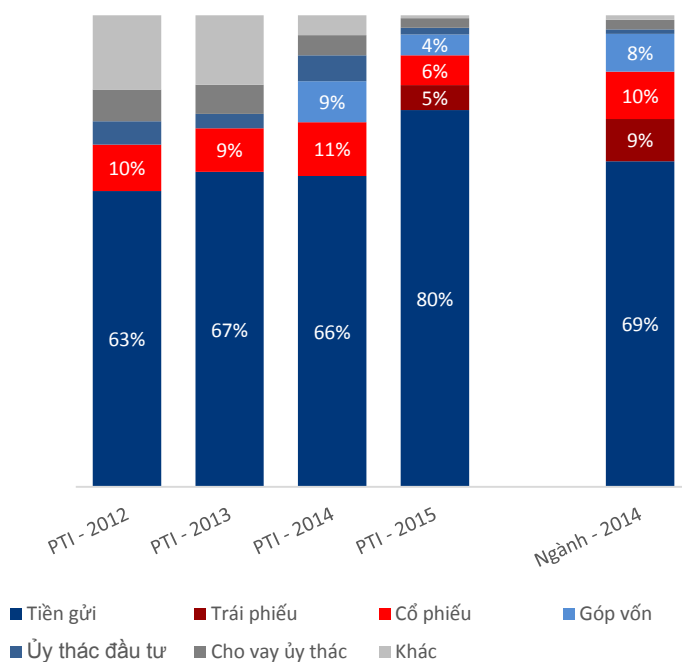
Nguồn tiền đầu tư tỷ lệ với VCSH + Dự phòng nghiệp vụ



Nguồn: BCTC PTI

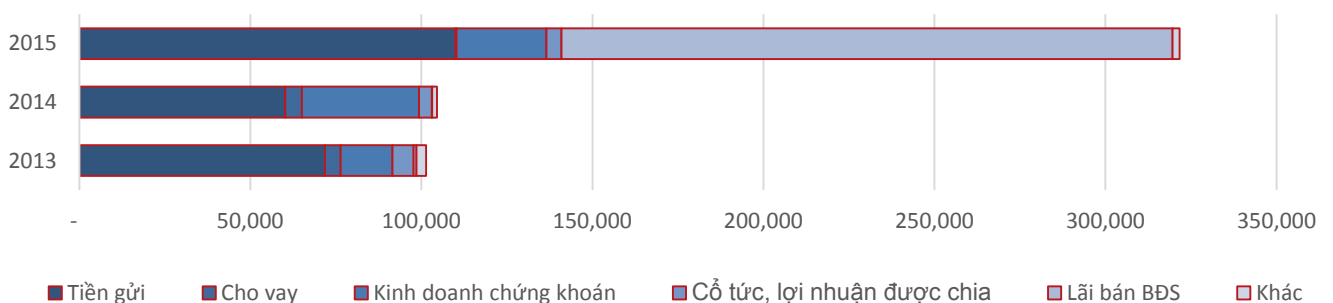
Cơ cấu đầu tư

Cơ cấu danh mục đầu tư



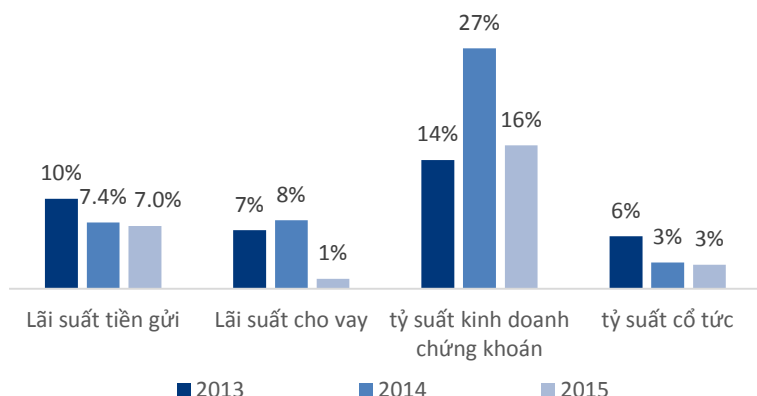
Cơ cấu đầu tư của PTI có nhiều thay đổi trong năm 2015, do ảnh hưởng của việc nguồn tiền tăng đột biến. Tiền gửi tăng thêm 1,400 tỷ đồng, tương ứng với việc tăng mức tỷ trọng từ 66% năm 2014 lên tới 80% năm 2015. Chúng tôi cho rằng do lượng tiền thu về từ Dongbu là quá lớn (tương đương với tổng số tiền đầu tư trước đây của PTI), nên doanh nghiệp đã tạm thời tập trung lượng tiền này vào tiền gửi. Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng tỷ trọng tiền gửi sẽ được PTI phân bổ lùi dần về mức trung bình của ngành – khoảng 70%.

Cơ cấu doanh thu đầu tư



Nguồn: BCTC PTI

Lãi suất từ các hoạt động đầu tư



Nguồn: BCTC PTI

Danh mục chứng khoán ngắn hạn của PTI chiếm trung bình 9% tổng số tiền đầu tư, và đóng góp trung bình 16.5% doanh thu đầu tư của PTI. Tại thời điểm 31/12/2015, công ty đang nắm giữ 15 cổ phiếu với tổng giá trị 120.2 tỷ đồng. Và tại thời điểm 14/3/2015, danh mục đầu tư cổ phiếu ngắn hạn của PTI đưa lại mức tỷ suất lợi nhuận là 30.1%. Công ty có một số khoản đầu tư với tỷ suất lợi nhuận cao nổi bật như Vinare (158%), SDF (45%), GEX (33%). Hiện nay mã chứng khoán đang chiếm tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư của PTI là ACV, với tổng giá trị đầu tư là 29.6 tỷ đồng, tương ứng với 30% tổng giá trị đầu tư ngắn hạn.

	Số lượng	Giá trị (triệu đ)	Tỷ trọng	Giá/cp	Giá cp 14/3/2015	Giá TT 14/3/2015 (triệu đ)	Tăng/Giảm (triệu đ)	Tỷ trọng	Cổ tức
ACV	2,000,000	29,600	24.6%	14,800		29,600	-	0%	
PGI	1,648,330	21,096	17.5%	12,799	16,300	27,527	6,431	30%	14% tiền
VNR	1,950,000	14,262	11.9%	7,314	19,700	36,855	22,593	158%	15% tiền
PHH	1,943,600	11,419	9.5%	5,875	5,800	11,662	242	2%	
TCO	962,100	10,214	8.5%	10,616	11,700	10,391	177	2%	5% cổ phiếu, 11% tiền
SDF	1,372,700	6,053	5.0%	4,409	6,500	8,785	2,733	45%	10% tiền
GEX	325,000	5,855	4.9%	18,015	24,000	7,768	1,913	33%	
MAC	481,737	5,191	4.3%	10,776	11,000	6,022	831	16%	7% cổ phiếu
VTV	280,600	4,102	3.4%	14,619	13,900	4,377	275	7%	30% cổ phiếu, 5% tiền
VFA	482,000	3,090	2.6%	6,411	7,000	3,374	284	9%	
VIC	70,000	3,042	2.5%	43,451	45,000	3,178	136	4%	25.8% cổ phiếu
VNE	192,110	2,068	1.7%	10,762	12,300	2,305	238	12%	10% cổ phiếu
DPTW2	165,949	1,908	1.6%	11,500		1,908	-	0%	
VTX	137,900	1,591	1.3%	11,538	13,800	1,917	326	20%	5% tiền
SHI	63,150	733	0.6%	11,600	13,400	783	51	6.9%	3% tiền
	12,075,176	120,223		194,485	200,400	156,452	36,229	30.1%	

Danh mục đầu tư dài hạn của PTI có giá trị sổ sách tại 31/12/2015 là 57.1 tỷ đồng, tương ứng với 2% tổng giá trị đầu tư của công ty. Riêng trong năm 2015, công ty không có thêm khoản đầu tư dài hạn nào.

Cổ phiếu	Số lượng	Giá vốn
CTCP Chế biến thủy sản Út Xi	1,000,000	15,000
TCP Du lịch Bưu điện	294,000	2,940
CTCP dịch vụ số liệu toàn cầu	1,708,000	17,070
CTCP Huawei Việt nam	580,000	5,800
CTCP Công nghệ Viễn thông Thế hệ mới	75,000	750
CTCP Bất động sản Phương Nam	1,250,000	14,900
CTCP Đầu tư Phát triển Công nghệ và Truyền thông	62,500	625
Trái phiếu		
TCT Đầu tư và phát triển nhà đô thị		50,000

Trái phiếu chuyển đổi CTCP TASCO

100,000

Ngoài ra, PTI còn đầu tư vào 3 công ty liên kết. Các doanh nghiệp này trong năm 2015 đã mang lại mức lợi suất chung là 3.1%, thấp hơn đáng kể so với ROE của PTI là 8.8%. Tỷ trọng lớn nhất trong số các công ty liên kết là CTCP Bất động sản bưu điện với 87.6 tỷ đồng vốn góp. Trong năm 2015, CTCP Bất động sản Bưu Điện đã lần đầu tiên ghi nhận lãi, sau 3 năm liên tiếp thua lỗ làm giảm giá trị đầu tư của PTI từ 97.1 tỷ (cuối năm 2011) xuống còn 87.6 tỷ (cuối 2014), tương đương mức giảm 10%.

Công ty liên kết	Giá trị đầu năm (triệu đ)	Tỷ lệ sở hữu	Phản lãi (lỗ trong kỳ)	%
CTCP Bất động sản Bưu Điện	87,560	49%	37	0.0%
CTCP Bảo hiểm Lanexang	13,918	40%	2,560	18.4%
CTCP Viễn thông Tin học điện tử	12,454	21.3%	977	7.8%

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

	2012	2013	2014	2015	TB ngành - 2015
Cơ cấu tài sản					
% tài sản ngắn hạn	65.7%	65.2%	66.0%	83.1%	75.0%
% tài sản dài hạn	34.3%	34.8%	34.0%	16.9%	25.0%
Cơ cấu nguồn vốn					
% nợ ngắn hạn	57.1%	57.4%	65.4%	68.9%	63.2%
% dự phòng BH	41.9%	46.1%	55.3%	56.9%	50.8%
% nợ dài hạn	1.5%	2.5%	1.9%	2.0%	1.3%
% VCSH	41.5%	40.2%	32.7%	29.1%	35.5%
Khả năng sinh lời					
% LN gộp bảo hiểm	-0.91%	-0.15%	0.44%	-0.13%	1.0%
Hệ số LNTT/DTT	9.18%	5.44%	5.94%	10.81%	7.0%
ROA	5.04%	2.72%	2.77%	3.74%	2.9%
ROE	12.73%	8.32%	9.99%	8.80%	8.9%
Khả năng hoạt động					
Tỷ lệ bồi thường BH giữ lại	-49.9%	-44.9%	-39.0%	-36.8%	41.7%
Hệ số kết hợp(*)	100.9%	100.2%	99.6%	100.1%	99.0%
Dự phòng bồi thường / DT	8.4%	20.4%	26.0%	22.2%	40.9%

Để đánh giá tài chính doanh nghiệp của PTI, 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.

Tổng nguồn vốn tăng mạnh trong 2015 (+78%) do **(1)** nguồn vốn 1,067 tỷ đồng ghi nhận từ việc hoàn thành phát hành tăng vốn cho cổ đông chiến lược, và **(2)** Doanh thu tăng trưởng nhanh kéo theo sự tăng mạnh trong các khoản dự phòng phí bảo hiểm gốc và nhận tái (+43%) tương đương với 380 tỷ đồng. Cũng do mức tăng trưởng doanh thu cao gấp 3 lần mức tăng trưởng chung của ngành, tỷ trọng dự phòng nghiệp vụ của PTI cao hơn so với ngành và chiếm 56.9% tổng nguồn vốn.

Cơ cấu tài sản chủ yếu thuộc về tài sản ngắn hạn, do nguồn tiền nhận về từ Dongbu chủ yếu phân bổ vào tiền gửi ngắn hạn, làm tăng mức tỷ trọng tài sản ngắn hạn từ mức trung bình 66% giai đoạn 2012-2014 lên mức 83% trong năm 2015. Chúng tôi cho rằng cơ cấu tài sản ngắn hạn của PTI sẽ giảm dần về mức trung bình của ngành là 75%, khi công ty phân bổ nguồn vốn đầu tư hợp lý hơn.

Khả năng sinh lời của doanh nghiệp phụ thuộc chủ yếu vào hoạt động đầu tư. Hoạt động bảo hiểm của PTI chỉ mới ở mức hòa vốn, thấp hơn mức 1% của ngành. Cần lưu ý rằng do doanh thu bảo hiểm cao, nên 1% tăng lên trong lợi nhuận gộp tương ứng với 17 tỷ đồng (10%



kế hoạch lợi nhuận của PTI). Khả năng sinh lời tăng mạnh từ mức trung bình 6% lên 10.8% năm 2015, tuy nhiên do các yếu tố đột biến. Loại trừ các yếu tố này, biên LNTT 2015 của PTI chỉ tăng nhẹ lên mức 6.4%, thấp hơn mức trung bình của ngành là 7.0%. Tuy nhiên, chúng tôi kì vọng biên LNTT sẽ được cải thiện các năm sau, nhờ các yếu tố tích cực trong hoạt động đầu tư và sự chú trọng hơn trong việc quản lý rủi ro của công ty

Các tỷ số ROE, ROA của PTI ở mức trung bình của thị trường, nếu loại trừ các yếu tố bất thường trong năm 2015 bao gồm (1) sự tăng mạnh trong vốn chủ sở hữu và tổng tài sản từ đợt tăng vốn điều lệ và (2) các khoản lợi nhuận tài chính bất thường.

Khả năng hoạt động cần theo dõi thêm: PTI có tỷ lệ bồi thường thấp hơn hẳn so với ngành, tuy nhiên một phần nhờ doanh thu tăng nhanh. Mặc dù tỷ lệ bồi thường thấp hơn đáng kể, PTI có mức chi phí kết hợp cao, do chi phí khác như: Chi phí quản lý doanh nghiệp, chi phí bán hàng etc đang chiếm tỷ trọng cao trong doanh thu. Việc các chi phí này tăng mạnh cần phải được theo dõi thêm do năm 2015 PTI có nhiều hoạt động đột biến như việc hoàn tất phát hành tăng vốn, và tập trung mở rộng mạng lưới phân phối.

Tỷ lệ trích lập dự phòng bồi thường còn thấp. Mặc dù các khoản nợ dự phòng của công ty có tỷ lệ cao (56% tổng tài sản), nhưng phần lớn là các khoản dự phòng phí chưa được ghi nhận, là doanh thu sẽ được ghi nhận vào năm sau. Ngược lại tỷ lệ trích lập dự phòng bồi thường (= dự phòng bồi thường / doanh thu phí bảo hiểm gốc và nhận tái) lại ở mức thấp so với ngành. Việc công ty trích lập dự phòng ở mức thấp hơn đáng kể so với ngành có thể đưa khiến PTI sẽ phải ghi nhận chi phí dự phòng cao hơn dự kiến trong tương lai.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2016: Chúng tôi ước tính doanh thu phí bảo hiểm gốc có thể đạt 2,913 tỷ đồng (+18.4% yoy), cao hơn mức doanh thu kế hoạch của PTI là 2,850 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm được dự đoán ở mức -0.13% (sau khi đã trừ đi toàn bộ chi phí quản lý doanh nghiệp), tương đương với mức biên năm 2015. Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư ước tính giảm 11.8% và đạt 170.8 tỷ đồng, do công ty ghi nhận các khoản lãi bất thường trong năm 2015. Nếu loại trừ các khoản lãi bất thường này, doanh thu đầu tư tăng tốt 27% nhờ được ghi nhận tiền gửi cho cả năm thay vì 6 tháng như năm 2015. Theo đó, lợi nhuận sau thuế ước đạt 143.8 tỷ đồng, tương đương với mức EPS là 1,789 VND/cp.

Giai đoạn 2017-2020: Chúng tôi kì vọng tăng trưởng doanh thu sẽ chứng lại đáng kể so với mức tăng trưởng cao của giai đoạn 2014-2016, và đạt CAGR 2017-2020= 11.9%. Tỷ lệ bồi thường được kỳ vọng giảm, nhờ các biện pháp quản lý rủi ro trong dài hạn sẽ giúp PTI kiểm soát rủi ro tốt hơn. Theo đó , PTI sẽ có thể bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ bảo hiểm gốc từ năm 2018, mặc dù không đáng kể. Phân mảng đầu tư cải thiện tốt từ 2017 nhờ việc mặt bằng lãi suất giúp cho tỷ suất đầu tư tăng dần lên và đạt mức bền vững 7.7% vào năm 2020.

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

Chỉ tiêu	Giả định
Doanh thu phí bảo hiểm gốc	
Xe cơ giới	Tăng trưởng 25% năm 2015 và giảm dần về mức bền vững 10% vào 2020
Sức khỏe	Tăng trưởng 8% năm 2015-2016 và giảm về 6% vào 2020
Tài sản kỹ thuật	Tăng trưởng 8% năm 2015-2016 và tăng dần lên mức bền vững 10%, 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	Tăng nhẹ lên mức 42.5% năm 2016 và giảm dần về mức 41% năm 2020
Sức khỏe	Tăng dần lên mức 35.5% năm 2016 và 40% năm 2020
Tài sản kỹ thuật	Tăng lên 24.3% vào năm 2016 và giảm dần về mức 22.5%

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
Cơ cấu đầu tư	Dịch chuyển dần về mức tỷ trọng chung của PTI giai đoạn trước đây Tiền gửi: 65%; trái phiếu 5%; cổ phiếu 9%; góp vốn 3-4%
Chi phí	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Giảm nhẹ về mức 20% do chính sách quản lý chi phí của công ty
Cổ tức	
Cổ tức	Cổ tức duy trì ở mức 12%

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị **MUA** trung và dài hạn cổ phiếu PTI với giá mục tiêu 1 năm là **24,800đồng/cp, tăng 8.7% so với mức giá đóng cửa ngày 23/3/2015 theo phương pháp định giá P/B và P/E.**

Báo cáo sử dụng các chỉ số P/B và P/E của các doanh nghiệp Việt Nam và trong khu vực có hoạt động bảo hiểm tương tự với PTI. BSC cho rằng đối với các doanh nghiệp có hoạt động đầu tư trọng yếu, ROE là giá trị quan trọng quyết định mức bội số định giá hợp lý cho mỗi doanh nghiệp, cùng với mức độ rủi ro của từng quốc gia. Do vậy, để đưa về mức rủi ro tương đương, và khả năng sinh lời tương đương khi so sánh giữa các quốc gia với nhau, chúng tôi đã discount P/E và P/B tương ứng về

- (1) mức độ rủi ro của mỗi quốc gia, được biểu thị bằng Market risk premium lấy từ nguồn:

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

- (2) ROE của từng doanh nghiệp.

Phương pháp P/B

- BV 2016 của PTI ước tính đạt 25,141 VND/cp. Giá trị này đã được điều chỉnh theo mức lãi đầu tư chưa ghi nhận từ danh mục đầu tư chứng khoán ngắn hạn.
- P/B lấy bằng 1.14, là giá trị P/B trung vị của các doanh nghiệp trong nước và khu vực, sau khi discount theo MRP và ROE

=> **Giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu PTI theo P/B là 28,661 VND /cp**

Phương pháp P/E

- EPS 2016 ước tính đạt 1,762 VND/cp.
- P/E = 10.83, là giá trị P/E trung bình của các doanh nghiệp trong nước và khu vực, sau khi discount theo MRP và ROE.

=> **Giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu PTI theo P/E là 19,077 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	28,661	60%	24,828

P/E	19,007	40%
-----	--------	-----

PHỤ LỤC

▪ DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2015-2019

(triệu đồng)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DT phí bảo hiểm	2,209,661	2,832,481	3,327,080	3,825,087	4,259,174	4,628,337
Phí nhượng tái BH	(612,651)	(807,853)	(943,281)	(965,368)	(972,856)	(912,864)
DTT	1,738,708	2,024,627	2,383,799	2,859,720	3,286,318	3,715,473
Hoa hồng nhượng tái và doanh thu khác	154,211	134,575	156,938	160,657	161,872	151,932
Doanh Thu thuần HĐKD bảo hiểm	1,892,918	2,159,202	2,540,737	3,020,376	3,448,190	3,867,404
Chi bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại	(639,837)	(911,340)	(1,049,441)	(1,236,363)	(1,393,474)	(1,526,321)
Giảm (Tăng) dự phòng bồi thường	(111,014)	(111,093)	(121,440)	(122,380)	(106,871)	(90,755)
Tăng dự phòng bồi thường nhượng tái	(21,325)	68,560	47,566	7,757	2,630	(21,071)
Tổng chi bồi thường	(772,175)	(953,873)	(1,123,315)	(1,350,986)	(1,497,715)	(1,638,147)
Tăng giảm dự phòng giao động lớn	(19,762)	(22,564)	(26,346)	(30,956)	(34,755)	(38,872)
Chi phí khác	(703,533)	(753,796)	(884,477)	(1,034,018)	(1,206,777)	(1,384,188)
Tổng chi phí HĐKD	(1,895,232)	(2,162,073)	(2,542,286)	(3,020,035)	(3,428,885)	(3,834,688)
Lợi nhuận gộp HĐKD bảo hiểm	(2,314)	(2,871)	(1,549)	341	19,305	32,717
LNG HĐ Tài chính	193,695	170,788	178,736	211,978	232,602	253,372
Lợi nhuận thuần	202,969	180,387	190,564	226,692	267,376	302,763
Lợi nhuận khác	10,992	11,874	12,780	13,776	14,872	16,078
Tổng LN trước thuế	204,855	181,434	191,610	227,738	268,422	303,809
EPS/share ('000 VND)	2,020	1,789	1,889	2,245	2,647	2,996

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

(Triệu đồng)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TÀI SẢN NGẮN HẠN	3,560,011	4,048,885	4,614,245	5,186,137	5,723,682	6,242,688
Tiền và tương đương tiền	308,450	620,904	715,064	899,705	1,100,631	1,353,449
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	2,002,798	1,950,877	2,188,344	2,424,718	2,637,625	2,840,650
Các khoản phải thu ngắn hạn	583,979	634,276	736,223	847,401	942,099	1,030,802
Hàng tồn kho	9,697	8,798	8,848	9,114	8,920	8,961
Tài sản ngắn hạn khác	141,797	157,198	175,470	196,398	219,332	244,013
Tài sản tại bảo hiểm	513,290	676,833	790,297	808,801	815,075	764,813
TÀI SẢN DÀI HẠN	726,269	824,761	899,373	966,300	1,028,977	1,089,070
Các khoản phải thu dài hạn	10,780	10,780	10,780	10,780	10,780	10,780
Tài sản cố định	86,344	99,276	115,145	114,575	114,375	114,757
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	516,972	694,072	753,941	822,923	885,056	944,305
Tài sản dài hạn khác	21,839	23,261	22,135	20,652	21,395	21,856
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	4,286,280	4,873,646	5,513,618	6,152,438	6,752,659	7,331,758
NỢ PHẢI TRẢ	2,487,847	2,885,959	3,374,173	3,832,570	4,220,125	4,558,494
Nợ ngắn hạn	2,410,957	2,826,373	3,304,935	3,761,558	4,148,589	4,491,304
Nợ dài hạn	76,889	59,586	69,239	71,012	71,537	67,190
VỐN CHỦ SỞ HỮU	1,843,056	1,986,751	2,138,515	2,318,926	2,531,598	2,772,328
TỔNG NGUỒN VỐN	4,331,861	4,873,646	5,513,618	6,152,438	6,752,659	7,331,758
Giá trị sổ sách ('000 VND)	22,925	24,712	26,600	28,844	31,489	34,484

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

Ticker	Mkt (VND)	Cap	P/E	P/B	ROE	Cntry	MRP	Adjusted P/E	Adjusted P/B
EFH CN Equity	2,610,190.97		34.49	0.83	4.48	CA	0%	32.94	0.80
ATL CY Equity	1,031,704.93		9.56	1.30	15.45	CC	7%	8.76	1.19
EUPIC GA Equity	873,353.60		3.45	0.54	14.51	GR	15%	3.48	0.54
LPGI IJ Equity	1,249,066.68		6.13	0.67	9.44	ID	3%	5.75	0.63
ASRM IJ Equity	821,863.67		6.37	1.52	32.49	ID	3%	4.88	1.16
AMAG IJ Equity	2,398,952.67		7.20	1.32	14.86	ID	3%	6.42	1.17
AYAL IT Equity	3,166,485.64		8.29	0.86	11.15	IS	1%	7.49	0.77
ZUR IT Equity	2,985,942.51		11.00	1.85	14.79	IS	1%	9.60	1.62
AOIC JR Equity	1,348,164.32		11.77	1.24	14.99	JO	7%	10.83	1.14
JOIN JR Equity	1,895,956.45		17.18	1.39	8.95	JO	7%	16.75	1.35
WINS KK Equity	1,410,091.46		10.90	0.41	3.59	KU	1%	10.58	0.40
PO MK Equity	1,745,335.02		13.80	0.89	6.31	MA	2%	13.16	0.85
PAKRI PA Equity	1,929,933.17		6.18	1.31	20.82	PK	10%	5.56	1.18
ATIL PA Equity	1,036,474.71		8.09	3.19	35.10	PK	10%	6.48	2.55
CYAN PA Equity	882,823.84		12.38	1.10	18.15	PK	10%	11.42	1.01
EUC PW Equity	1,345,856.50		15.81	3.66	43.27	PD	1%	10.95	2.54
SAICO AB Equity	2,304,788.60		8.58	1.80	20.37	SR	1%	7.11	1.49
SHIELD AB Equity	2,569,467.55		13.19	1.89	12.44	SR	1%	11.75	1.68
BURUJ AB Equity	2,514,450.02		14.19	1.92	17.48	SR	1%	12.07	1.64
TRDUNION AB Equity	2,209,771.83		14.37	2.35	10.47	SR	1%	13.05	2.13
GULFUNI AB Equity	1,104,395.22		16.79	2.10	9.11	SR	1%	15.45	1.93
SRE SP Equity	2,927,147.26		16.42	0.87	5.84	SI	0%	15.47	0.82
CND SJ Equity	996,176.58		21.88	0.93	31.62	SA	3%	16.82	0.72
UAL SL Equity	1,502,954.21		5.15	2.81	48.51	SL	7%	3.62	1.97
AAIC SL Equity	840,495.04		5.88	2.70	40.21	SL	7%	4.40	2.02
CTCE SL Equity	1,568,030.21		37.70	1.41	4.78	SL	7%	38.31	1.43
2816 TT Equity	2,087,865.67		13.16	1.05	6.86	TA	1%	12.38	0.99
5878 TT Equity	713,358.43		14.42	2.09	18.56	TA	1%	12.15	1.76
2852 TT Equity	2,216,982.78		16.67	0.81	4.12	TA	1%	16.11	0.78
NSI TB Equity	886,149.82		8.23	0.94	13.78	TH	2%	7.35	0.84
AST TU Equity	1,752,426.59		13.77	2.21	12.15	TN	5%	12.85	2.06
ORIENT UH Equity	2,012,986.83		1.26	0.13	10.84	UA	1%	1.13	0.11
DIN UH Equity	1,366,355.80		6.46	0.52	7.34	UA	1%	6.04	0.49
DNIR UH Equity	1,823,629.55		7.65	0.68	9.83	UA	1%	6.97	0.62
RAKNIC UH Equity	2,738,784.30		13.23	1.88	14.48	UA	1%	11.54	1.64
AFNIC UH Equity	1,821,807.74		20.80	1.41	6.74	UA	1%	19.56	1.32
TAKAFULE UH Equity	1,821,807.74		29.25	1.96	8.06	UA	1%	27.14	1.82
NSEC US Equity	847,577.13		8.70	0.85	15.19	US	0%	7.49	0.73
KINS US Equity	1,297,424.35		8.67	1.44	16.55	US	0%	7.38	1.22
GANS US Equity	1,386,034.73		9.92	0.60	11.61	US	0%	8.84	0.53
PTI VN Equity	1,768,705.60		8.18	0.92	6.37	VN	7%	8.18	0.92
VNR VN Equity	2,490,442.80		10.21	1.12	9.97	VN	7%	9.85	1.08
PGI VN Equity	1,127,153.04		12.11	1.19	11.70	VN	7%	11.49	1.13
BIC VN Equity	2,544,908.62		14.07	0.71	7.95	VN	7%	13.85	0.70
BMI VN Equity	2,034,722.26		14.39	0.75	6.37	VN	7%	14.39	0.75
Average				1.38				11.51	1.21
Median				1.24				10.83	1.14

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

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 cần trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

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

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chép 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%

