

## TCTCP Bảo hiểm Bưu điện (HNX- PTI)

### Doanh nghiệp tăng trưởng cao hơn ngành

- Hoạt động kinh doanh bảo hiểm chuyển từ tăng trưởng nóng sang tăng trưởng bền vững
- Kỳ vọng mới vào sự hỗ trợ của nhà đầu tư chiến lược Dongbu Insurance
- Dự báo KQKD 2015 và 2016

#### Quan điểm và Định giá:

Thương hiệu, hệ thống phân phối sản phẩm và vị trí top 2 về thị phần mảng bảo hiểm xe cơ giới là những thế mạnh cạnh tranh của PTI. Sau giai đoạn tăng trưởng nóng để tìm kiếm thị phần, PTI hiện nay đang chuyển sang kinh doanh bảo hiểm theo hướng bền vững hơn nhưng vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng 2 con số. Đồng thời, sau một thời gian đầu tư chưa hiệu quả, PTI cũng đã tiến hành tái cơ cấu danh mục đầu tư tài chính từ Q3/2015 theo hướng gia tăng tỷ trọng tiền gửi và trái phiếu như một bước đi nhằm cải thiện thu nhập từ lãi và nâng cao biên khả năng thanh toán.

Ngoài ra, sự có mặt của đối tác chiến lược Dongbu Insurance được kỳ vọng sẽ mang đến những nét mới trong hoạt động của PTI trong tương lai.

Bên cạnh hoạt động kinh doanh- đầu tư và quản trị dần tốt lên, điểm đáng chú ý khác đối với PTI là công ty này có lịch sử trả cổ tức khá đều đặn, quanh mức 10% trên vốn điều lệ. Vì vậy, chúng tôi cho rằng cổ phiếu này khá phù hợp với khẩu vị nhà đầu tư giá trị. Sử dụng phương pháp định giá DDM, P/E và P/B, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho mục tiêu **DÀI HẠN** đối với cổ phiếu PTI với giá hợp lý **28.500 đồng/cp**. 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)	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	1.441,5	1.892,9	2.301,6	2.635,9
% tăng trưởng	9,0%	31,3%	21,6%	14,5%
Lợi nhuận sau thuế	67,4	162,1	204,1	227,5
% tăng trưởng	22,9%	140,6%	25,9%	11,4%
Tỷ suất LNST (%)	4,7%	8,6%	8,9%	8,6%
ROA (%)	3,0%	4,8%	4,3%	4,2%
ROE (%)	10,1%	12,9%	10,8%	11,3%
EPS (VND)	1.337	2.500	2.539	2.830
EPS đ/chỉnh (VND)	838	1.709	2.539	2.830
Giá trị sổ sách (VND)	13.375	22.925	24.238	25.853
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.100	1.200	1.200	1.200
P/E (x)	6,7	6,2	9,0	8,1
P/BV (x)	0,7	0,7	0,9	0,9

Nguồn: PTI, RongViet Research

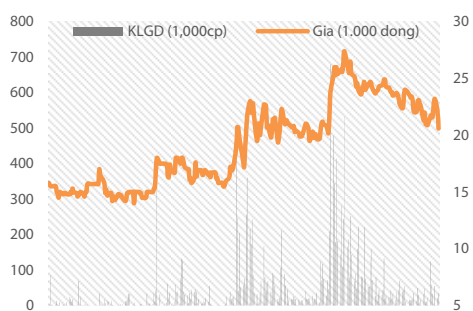
## TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	22.500
Giá mục tiêu (VND)	28.500
Thời gian đầu tư	DÀI HẠN

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bảo hiểm phi nhân thọ
Vốn hóa ( tỷ đồng)	1.849
SLCP DLH (cp)	80.395.709
Beta	0,9
Free Float (%)	15
Giá cao nhất 52 tuần*	27.400
Giá thấp nhất 52 tuần*	14.000
KLGD bình quân 20 phiên	29.702

\*Giá điều chỉnh



#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PTI	-6	37	130
Bảo hiểm	-1	44	92
VN30 Index	-1,9	-14	5
VNIndex	-2,3	-5,6	18

#### Cổ đông lớn (%)\*

Công ty TNHH Bảo hiểm Dongbu	37,32
Tổng Công ty Bưu điện Việt Nam	22,67
Công ty CP Chứng khoán VNDIRECT	7,6
Tổng Công ty CP Bảo Minh	5,53
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49

#### Bùi Vĩnh Thiện

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1321

thien.bv@vpsc.com.vn

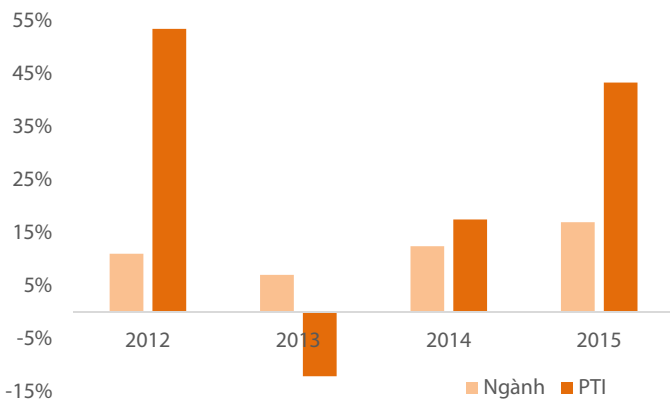
Tổng công ty Cổ phần Bảo hiểm Bưu Điện (HNX – PTI) được thành lập năm 1998. PTI thực hiện cung cấp dịch vụ bảo hiểm cho cả khách hàng cá nhân và khách hàng doanh nghiệp. Bốn nhóm sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ chính của PTI gồm: bảo hiểm xe cơ giới, bảo hiểm con người, bảo hiểm tài sản kỹ thuật và bảo hiểm hàng hải. Trong năm 2015, PTI đứng thứ 4 trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ về thị phần bảo hiểm gốc và là một công ty có tốc độ tăng trưởng khá cao so với ngành.

**Hoạt động kinh doanh bảo hiểm chuyển từ tăng trưởng nóng sang tăng trưởng bền vững**

**Doanh nghiệp tăng trưởng nhanh nhất trong ngành**

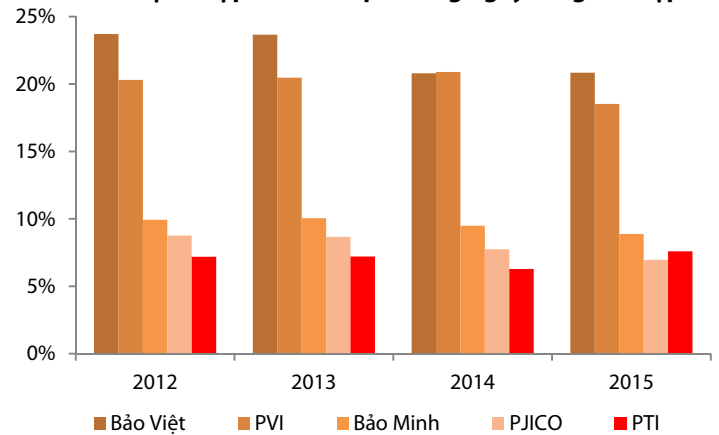
Liên tục từ 2010 – 2014, doanh thu phí bảo hiểm gốc của PTI luôn tăng trưởng vượt trội so với toàn ngành.

**Hình: Tăng trưởng doanh thu phí BH gốc của PTI & ngành**



Nguồn: Cục quản lý, giám sát bảo hiểm

**Hình: Chênh lệch thị phần với top 3 đang ngày càng thu hẹp**

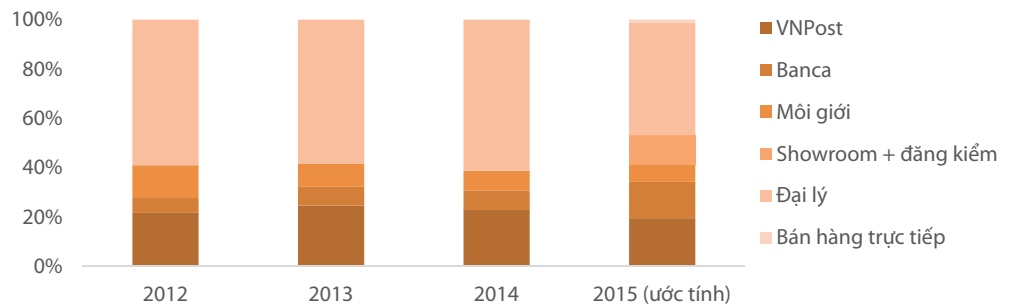


Nguồn: Cục quản lý, giám sát bảo hiểm

Có thể thấy PTI đã trải qua giai đoạn tăng trưởng nóng trên 50%/năm trong giai đoạn 2010 – 2012. Việc tăng trưởng nóng đã giúp cho PTI cải thiện đáng kể thị phần, vươn lên top 5 trong thị trường bảo hiểm và luôn giữ vững vị trí này. Tuy nhiên, chi phí bồi thường và chi phí bán hàng của PTI cũng tăng nhanh trong giai đoạn này dẫn đến doanh nghiệp không có lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm. Sau giai đoạn “hy sinh lợi nhuận để lấy thị phần” thì từ 2014, PTI chủ động điều chỉnh chiến lược, tập trung vào tăng trưởng bền vững và quản trị rủi ro. Năm 2013, trong khó khăn chung của ngành, PTI đã ghi nhận mức tăng trưởng âm 12% lần đầu tiên trong lịch sử 17 năm hoạt động. Đến năm 2014, khi ngành bảo hiểm phi nhân thọ phục hồi với việc tăng trưởng 2 con số thì PTI cũng ghi nhận mức tăng ấn tượng 17% cho doanh thu phí bảo hiểm gốc.

Lợi thế cạnh tranh của PTI so với các doanh nghiệp trong top 5 là ngoài kênh phân phối sản phẩm bảo hiểm truyền thống qua đại lý, PTI có thể tận dụng mạng lưới bán hàng qua mối quan hệ với cổ đông VNPost. Hiện tại, VNPost có 12.738 điểm phục vụ; trong đó PTI có thể khai thác được 11.278 điểm để tiếp cận với khách hàng nhanh chóng và tiết kiệm chi phí. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, PTI có thể tận dụng các điểm bưu cục văn hóa xã để tiếp cận với khách hàng ở nông thôn bởi đây là một thị trường khá tiềm năng khi mà dân số nông thôn vẫn chiếm 70% tổng dân số Việt Nam.

**Hình: Cơ cấu doanh thu phí BH gốc theo kênh phân phối**

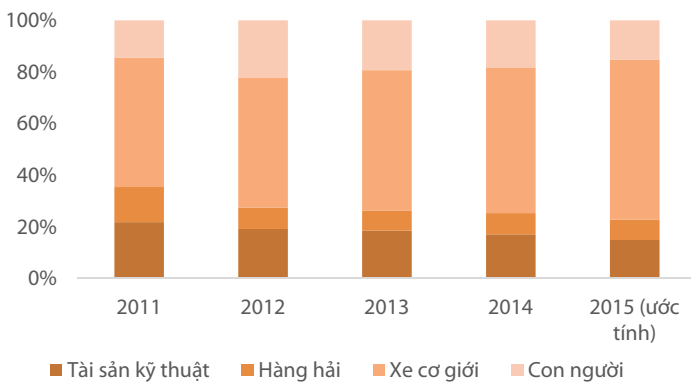


Nguồn: PTI

Năm 2015, PTI đã chính thức vượt PGI để vươn lên vị trí thứ 4 về thị phần trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ. PTI đặt mục tiêu vào top 3 doanh nghiệp bảo hiểm từ nay đến 2018. Với tốc độ tăng trưởng luôn cao hơn trung bình ngành cùng với việc thị phần đang được thu hẹp với BMI đang ở vị trí thứ 3 từ 2012 đến hiện tại, chúng tôi cho rằng mục tiêu lọt vào top 3 thị phần ngành bảo hiểm phi nhân thọ của PTI hoàn toàn có thể thực hiện được.

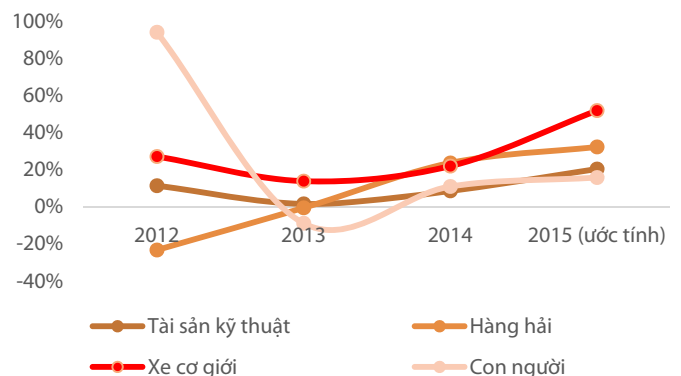
**Động lực tăng trưởng chính vẫn đến từ bảo hiểm xe cơ giới**

**Hình: Cơ cấu doanh thu phí BH gốc theo nghiệp vụ**



Nguồn: PTI

**Hình: Tăng trưởng doanh thu phí BH gốc theo nghiệp vụ**



Nguồn: PTI

Trong các nghiệp vụ bảo hiểm, PTI luôn dẫn đầu thị trường (đứng thứ 2) về nghiệp vụ bảo hiểm xe cơ giới với thị phần 12,6%. Đây là mảng đóng góp 61% doanh thu phí bảo hiểm gốc cho PTI và luôn giữ mức tăng trưởng tốt trong các năm vừa qua. Chúng tôi kỳ vọng phân khúc bảo hiểm xe cơ giới sẽ tiếp tục có kết quả kinh doanh khả quan từ 3 động lực chính.

- (1) sự tăng trưởng mạnh về số lượng đầu xe đặc biệt xe ô tô mới. Theo VAMA, thị trường xe ô tô kỳ vọng ghi nhận mức tăng trên 10% về số lượng mới.
- (2) Mức phí bảo hiểm đối với xe cơ giới vừa được điều chỉnh tăng từ 1,3% lên 1,5%.
- (3) Theo Quyết định 356/QĐ-TTg về Quy hoạch phát triển giao thông vận tải đường bộ đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030 của Bộ Giao thông – Vận tải thì phương tiện ô tô các loại sẽ đạt khoảng 3,2 đến 3,5 triệu xe vào năm 2020, tương ứng mức tăng trưởng khoảng 10%/năm theo ước tính của VAMA.

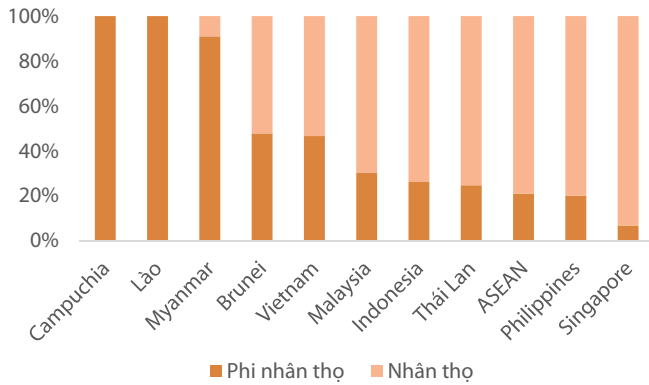
Bảo hiểm xe cơ giới vốn là hoạt động kinh doanh cốt lõi được PTI tập trung nên doanh nghiệp có kinh nghiệm kiểm soát tỷ lệ bồi thường mảng này khá tốt, chỉ dao động quanh mức 35% - 40%. Trong khâu bán hàng, PTI tăng cường công tác đánh giá rủi ro trước khi cấp đơn, tiến hành đánh giá phân loại khách hàng để xây dựng mức phí phù hợp với từng đối tượng khách hàng, chẳng hạn như với những

đối tượng có lịch sử tổn thất cao, PTI sẽ đàm phán tăng phí. Sau đó, khi xảy ra thiệt hại về vật chất xe, PTI tiến hành giám định một cách kỹ lưỡng nhằm giảm thiểu khả năng trực lợi bảo hiểm. Đặc biệt, vốn là một trong những doanh nghiệp bảo hiểm đi đầu trong việc áp dụng công nghệ thông tin vào hoạt động kinh doanh, PTI trang bị điện thoại thông minh nhằm định vị, chụp ảnh tổn thất cho giám định viên và tiến hành quy trình giải quyết bồi thường trên web và bằng tin nhắn cho khách hàng một cách nhanh chóng. Cuối cùng, PTI cũng kiểm soát khá chặt khâu giải quyết bồi thường bằng cách thường xuyên cập nhật giá sửa chữa để có những điều chỉnh kịp thời trong chính sách bồi thường.

**Tìm kiếm thị trường bên ngoài Việt Nam**

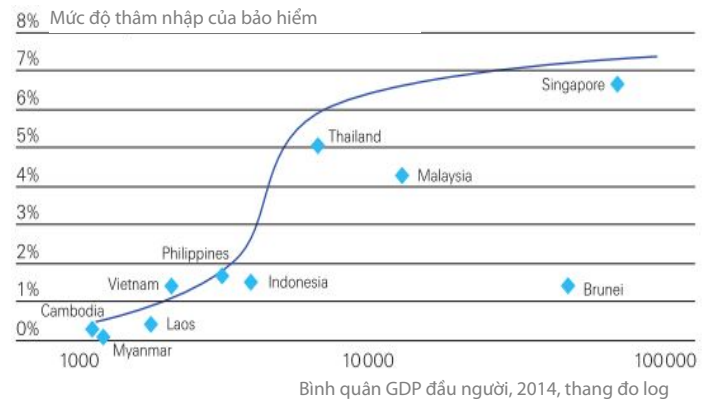
PTI sẵn sàng tìm kiếm cơ hội phát triển ở các quốc gia trong khu vực. Trong số các nước thành viên ASEAN, Lào, Campuchia và Myanmar là 3 thị trường được PTI đánh giá là tiềm năng. Trên quan điểm thận trọng, PTI vẫn sẽ tiến hành hoạt động mở rộng chủ yếu ở mảng bảo hiểm xe cơ giới.

**Hình: Tỷ lệ đóng góp doanh thu từ 2 mảng bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ tại các nước ASEAN**



Nguồn: Swiss Re

**Hình: Tỷ lệ thâm nhập của thị trường bảo hiểm tại các nước ASEAN**



Nguồn: Swiss Re

Có thể giải thích được tại sao PTI lựa chọn 3 thị trường nêu trên từ 2 biểu đồ này. Tại các quốc gia đã phát triển, bảo hiểm nhân thọ đóng góp phần lớn vào doanh thu phí của toàn ngành trong khi ở các nước kém phát triển hơn thì doanh thu ngành phần lớn đến từ mảng bảo hiểm phi nhân thọ. Với 3 thị trường Campuchia, Lào và Myanmar thì doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ đóng góp trên 92%. Do đó, sự quan tâm đến các sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ ở các quốc gia này là rất lớn. Bên cạnh đó, trong khu vực các nước Đông Nam Á, tỷ lệ thâm nhập của thị trường bảo hiểm tại 3 quốc gia này cũng rất thấp, dưới 1% (ở Việt Nam hiện là 1,4%). Cuối cùng, cả 3 quốc gia này cũng đều có số doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ ít nhất trong khu vực và yêu cầu về cấu trúc vốn cho ngành bảo hiểm cũng tương đồng ở Việt Nam. Như vậy, tiềm năng phát triển cho ngành bảo hiểm ở các thị trường này là khá lớn, đồng thời cũng sẽ không gây khó khăn trong việc quản lý tài chính cho PTI.

Ngoại trừ thị trường Lào, nơi PTI đã góp vốn với Ngân hàng phát triển Lào để thành lập CTCP bảo hiểm Lane Xang thì 2 thị trường còn lại PTI vẫn đang trong quá trình thăm dò tìm hiểu. Nếu thâm nhập thành công, kỳ vọng sự tăng trưởng mạnh mẽ ở các thị trường này như ở Việt Nam hiện nay sẽ đóng góp đáng kể vào doanh thu PTI.

**Bảng: Số doanh nghiệp bảo hiểm và quy định về cấu trúc vốn ở một số nước Đông Nam Á**

Quốc gia	Số doanh nghiệp bảo hiểm		Cấu trúc vốn yêu cầu
	Phi nhân thọ	Nhân thọ	
Campuchia	6	5	Biên thành toán tối thiểu
Lào	6	4	Biên thành toán tối thiểu
Myanmar	10	13	Biên thành toán tối thiểu
Việt Nam	29	17	Biên thành toán tối thiểu

Nguồn: RongViet Research

**Kỳ vọng mới vào nhà đầu tư chiến lược Dongbu Insurance**

Ngày 9/7/2015 vừa qua, PTI đã phát hành 30 triệu cổ phần riêng lẻ cho nhà đầu tư chiến lược Dongbu Insurance và thu về 1.077 tỷ đồng. Theo đó, vốn điều lệ của PTI tăng thêm 300 tỷ lên 803 tỷ đồng và Dongbu hiện nắm 37% trong cơ cấu sở hữu của PTI. Bên cạnh cam kết hỗ trợ kỹ thuật, tài chính và quản trị rủi ro cho PTI, sự có mặt của Dongbu Insurance kỳ vọng sẽ (1) mở ra cơ hội tiếp cận nhóm khách hàng tiềm năng là người Hàn Quốc và thị trường Myanmar cho PTI và (2) với nguồn tiền mới từ việc phát hành tăng vốn này, PTI có thể linh hoạt hơn trong việc cơ cấu danh mục đầu tư của mình theo hướng an toàn hơn.

**Cơ hội tiếp cận nhóm khách hàng tiềm năng là người Hàn Quốc và thị trường Myanmar**

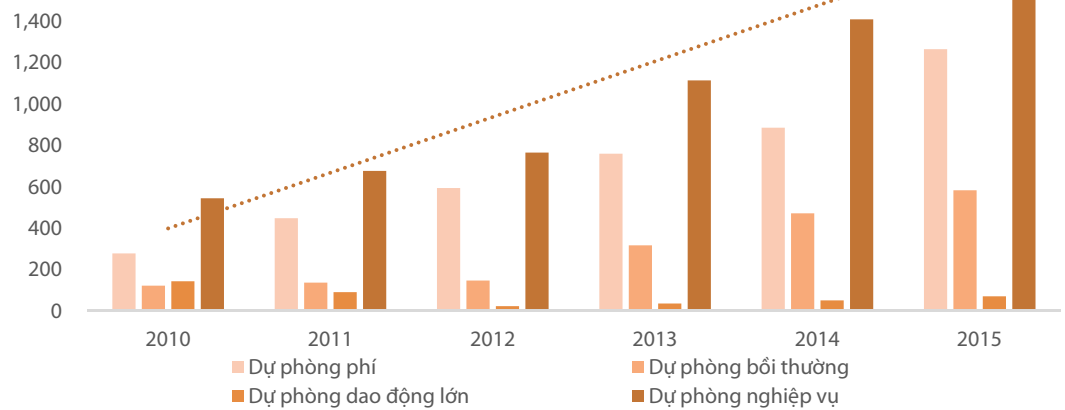
Tính đến hết tháng 11/2015, Hàn Quốc là nước dẫn đầu về vốn FDI vào Việt Nam với tỷ trọng 31,6% tổng vốn đầu tư tại Việt Nam. Do vậy, Dongbu Insurance sẽ mở ra cơ hội tiếp cận với lượng khách hàng doanh nghiệp Hàn Quốc khá lớn tại Việt Nam. Cần nói thêm, bảo hiểm tài sản kỹ thuật, đặc biệt là bảo hiểm thiết bị điện tử cũng là một nghiệp vụ truyền thống của PTI. Các khách hàng quen thuộc của PTI có thể kể đến là Vinaphone, Mobiphone và VNPost. Do đó, để tiếp tục phát triển mảng này, PTI sẽ cần mở rộng tiếp cận các khách hàng doanh nghiệp nước ngoài khác, cụ thể là Hàn Quốc nhờ vào mối quan hệ với đối tác chiến lược Dongbu Insurance. Bên cạnh khả năng giúp PTI mở rộng mạng lưới khách hàng, Dongbu Insurance cũng cam kết hỗ trợ kỹ thuật, tài chính và quản trị rủi ro cho PTI.

Đối với thị trường Myanmar, kể từ sau khi bắt đầu mở cửa cho các doanh nghiệp bảo hiểm nước ngoài tham gia vào thị trường trong nước, Myanmar thu hút khá nhiều sự chú ý của các đơn vị bảo hiểm hàng đầu quốc tế. Hiện tại, số lượng doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ tại nước này còn khá khiêm tốn ở mức 10 doanh nghiệp. Trong khi đó, theo tính toán của Reuteurs, Myanmar có thể mang lại hơn 1,6 tỷ USD doanh thu bảo hiểm hàng năm cho các công ty. Song song đó, tỷ lệ thâm nhập có thể đạt mức 1,4% tương đương Việt Nam hiện tại. Với sự hiện diện của Dongbu Insurance tại Myanmar từ 2015, PTI được kỳ vọng sẽ sớm tham gia vào thị trường bảo hiểm tiềm năng này.

**Danh mục đầu tư an toàn hơn nhờ bổ sung vốn từ cổ đông chiến lược**

Giai đoạn 2012 – 2014, PTI chỉ đầu tư vào cổ phiếu (11%) với 6,5% vào cổ phiếu niêm yết và 4,5% vào cổ phiếu chưa niêm yết, tiền gửi (65%), khác (24%) và không phân bổ vào trái phiếu. Từ giữa năm 2015, khi nhận được nguồn tiền từ việc phát hành cho cổ đông chiến lược, PTI bắt đầu thay đổi hoạt động đầu tư tài chính theo hướng thận trọng hơn và phân bổ 80% danh mục đầu tư vào tiền gửi và trái phiếu. PTI dự kiến tiếp tục duy trì tỷ trọng đầu tư cao vào 2 kênh này nhằm cải thiện thu nhập từ lãi và để dễ dàng hơn trong việc kiểm soát dòng tiền thu vào từ hoạt động đầu tư tài chính. Một thuận lợi nữa cho PTI khi đầu tư trở lại vào các sản phẩm thu nhập lãi cố định đó là (1) lãi suất kỳ vọng tăng và (2) từ tháng 11/2015, Chính phủ đã phát hành trái phiếu kỳ hạn dưới 5 năm, được xem là phù hợp với nhu cầu đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ. Do đó PTI sẽ có nhiều lựa chọn hơn cho việc phân bổ danh mục đầu tư của mình vì hiện nay PTI vẫn chưa đầu tư vào trái phiếu chính phủ.

**Hình: Trích lập dự phòng**



Nguồn: PTI

Chúng tôi cho rằng việc cơ cấu danh mục đầu tư của PTI còn nhằm mục đích cải thiện biên khả năng thanh toán của doanh nghiệp, theo đúng định hướng phát triển bền vững của toàn ngành bảo hiểm phi nhân thọ. Các doanh nghiệp bảo hiểm Việt Nam hiện nay đang theo cơ cấu vốn “biên thanh toán tối thiểu”. Theo đó, doanh nghiệp bảo hiểm được coi là có đủ khả năng thanh toán khi đã trích lập đầy đủ dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm và có biên khả năng thanh toán không thấp hơn biên khả năng thanh toán tối thiểu. Và tỷ lệ biên khả năng thanh toán/biên khả năng thanh toán tối thiểu càng cao cho thấy sức khỏe doanh nghiệp càng tốt.

Lãi suất thấp thời gian qua đã khiến tỷ lệ này của PTI giảm từ 134% trong năm 2013 còn 120% trong năm 2014. Do vậy, để duy trì tỷ lệ trên ở mức an toàn thì (1) PTI giảm bớt tỷ trọng đầu tư vào những công cụ rủi ro như cổ phiếu, (2) tìm kiếm kênh đầu tư mà lợi tức có xu hướng tăng để tìm kiếm lợi nhuận đầu tư tốt hơn. Hiện tại, PTI đang linh động thực hiện được cả 2 hướng trên nhờ vào nguồn tiền thu về từ phát hành riêng lẻ cho Dongbu Insurance. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là tiền đề để PTI 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.

**Cập nhật KQKD 2015 và dự báo KQKD 2016**

Tính chung cả năm 2015, theo kết quả từ báo cáo tài chính hợp nhất Quý IV của doanh nghiệp, doanh thu phí bảo hiểm gốc ước đạt hơn 2.461 tỷ đồng (+43,27% y-o-y) và vượt 12% kế hoạch. Tỷ lệ bồi thường ước tính khoảng 43,71%, không thay đổi nhiều so với năm 2014. Theo đó, tỷ lệ kết hợp năm 2015 vào khoảng 100,13%, tăng 0,58% so với năm 2014. Hoạt động đầu tư tài chính ghi nhận mức lãi 194 tỷ đồng (+185% y-o-y) nhờ tận dụng nguồn vốn thu được từ việc phát hành cho Dongbu Insurance. Như vậy trong năm 2015, PTI đã đạt kết quả kinh doanh vượt trội so với 2014 với lợi nhuận trước thuế và sau thuế lần lượt là 204 tỷ đồng (+113% y-o-y) và 162 tỷ đồng (+141% y-o-y). EPS năm 2015 của PTI tương ứng là 2.500 đồng/cp.

Năm 2016 tiếp tục được dự báo là năm thuận lợi của toàn ngành bảo hiểm nói chung, chúng tôi kỳ vọng PTI tiếp tục thể hiện khả năng tăng trưởng cao so với ngành. Doanh thu phí bảo hiểm gốc dự báo ghi nhận khoảng 2.960 tỷ đồng. Tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ kết hợp có thể được kiểm soát ở mức lần lượt là 44% và 99,7%. Theo đó, lợi nhuận trước thuế và sau thuế năm 2016 ước tính có thể đạt 229 tỷ đồng và 204 tỷ đồng với mức EPS tương ứng là 2.539 đồng/cp.

### Quan điểm và định giá

Thương hiệu, hệ thống phân phối sản phẩm và vị trí top 2 về thị phần mảng bảo hiểm xe cơ giới là những thế mạnh cạnh tranh của PTI. Sau giai đoạn tăng trưởng nóng để tìm kiếm thị phần, PTI hiện nay đang chuyển sang kinh doanh bảo hiểm theo hướng bền vững hơn nhưng vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng 2 con số. Đồng thời, sau một thời gian đầu tư chưa hiệu quả, PTI cũng đã tiến hành tái cơ cấu danh mục đầu tư tài chính từ Q3/2015 theo hướng gia tăng tỷ trọng tiền gửi và trái phiếu như một bước đi nhằm cải thiện thu nhập từ lãi và nâng cao biên khả năng thanh toán. Ngoài ra, sự có mặt của đối tác chiến lược Dongbu Insurance được kỳ vọng sẽ mang đến những nét mới trong hoạt động của PTI trong tương lai.

Bên cạnh hoạt động kinh doanh- đầu tư và quản trị dần tốt lên, điểm đáng chú ý khác đối với PTI là công ty này có lịch sử trả cổ tức khá đều đặn, quanh mức 10% trên vốn điều lệ. Vì vậy, chúng tôi cho rằng cổ phiếu này khá phù hợp với khẩu vị nhà đầu tư giá trị. Sử dụng các phương pháp định giá DDM, P/E và P/B, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho mục tiêu đầu tư **DÀI HẠN** đối với cổ phiếu PTI với giá hợp lý **28.500 đồng/cp**. 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 phụ lục các phương pháp định giá

Mô hình định giá	Giá (đvt: đồng)	Tỷ trọng	Bình quân (đvt: đồng)
<b>DDM</b>	28.899	80%	23.120
<b>P<sub>0</sub>/E<sub>0</sub></b>	28.295	10%	2.830
<b>P/BV</b>	25.853	10%	2.585
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>28.534</b>

Nguồn: RongViet Research

### Bảng phụ lục so sánh PTI với các Công ty bảo hiểm phi nhân thọ khác

Mã	Vốn điều lệ (Đvt: tỷ đồng)	Vốn hóa thị trường (Đvt: tỷ đồng)	Sở hữu nước ngoài	ROE	ROA	P/E	P/B
<b>ABI</b>	380	502	1,85%	15,03%	6,71%	6,14	0,90
<b>BIC</b>	1.173	2.568	44,27%	7,72%	3,06%	15,96	1,29
<b>BMI</b>	830	2.176	42,75%	6,24%	2,62%	15,73	0,97
<b>BVH</b>	6.805	37.426	24,58%	8,84%	2,12%	33,29	2,98
<b>PGI</b>	710	1.183	0,46%	11,25%	2,53%	12,70	1,48
<b>PTI</b>	804	1.841	37,99%	12,88%	4,79%	9,78	1,00
<b>PVI</b>	2.342	6.141	49,00%	9,29%	3,55%	10,27	0,94
<b>VNR</b>	1.311	2.464	35,25%	9,79%	4,03%	9,49	0,92

Nguồn: RongViet Research

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	1.441,5	1.892,9	2.301,6	2.635,9
Giá vốn	1.072,5	1.495,7	1.853,9	2.146,0
<b>Lãi gộp</b>	<b>369,0</b>	<b>397,2</b>	<b>447,8</b>	<b>490,0</b>
Chi phí bán hàng	2,5	2,2	2,0	1,7
Chi phí quản lý	360,1	397,5	438,9	484,5
<b>Lợi nhuận đầu tư tài chính</b>	<b>68,3</b>	<b>194,3</b>	<b>209,6</b>	<b>236,5</b>
Lợi nhuận khác	0,7	-0,9	-0,4	-0,3
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>85,6</b>	<b>204,6</b>	<b>228,9</b>	<b>253,2</b>
Thuế TNDN	18,2	42,4	24,7	25,7
Lợi ích cổ đông thiểu số	-0,1	0,1	0,1	0,0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>67,4</b>	<b>162,1</b>	<b>204,1</b>	<b>227,5</b>
EBIT	<b>85,6</b>	<b>204,7</b>	<b>228,9</b>	<b>253,2</b>
EBITDA	67,1	186,3	228,9	253,2

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tiền	42	308	261	385
Đầu tư tài chính ngắn hạn	681	2.003	2.391	2.739
Các khoản phải thu	382	584	513	623
Tồn kho	8	10	13	14
Tài sản ngắn hạn khác	521	655	825	804
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>1.634</b>	<b>3.560</b>	<b>4.003</b>	<b>4.566</b>
Tài sản cố định hữu hình	46	57	136	136
Tài sản cố định vô hình	46	3	-3	-4
Xây dựng cơ bản dở dang	126	26	26	26
Bất động sản đầu tư	7	90	89	88
Đầu tư tài chính dài hạn	587	517	846	903
Tài sản dài hạn khác	27	30	29	29
Lợi thế thương mại	3	3	3	3
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>842</b>	<b>726</b>	<b>1.125</b>	<b>1.181</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>2.476</b>	<b>4.286</b>	<b>5.129</b>	<b>5.747</b>

Đvt:%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	9,0%	31,3%	21,6%	14,5%
Lợi nhuận HKKD	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA	46,5%	187,8%	18,4%	10,6%
EBIT	18,9%	139,0%	11,8%	10,6%
Lợi nhuận sau thuế	22,9%	140,6%	25,9%	11,4%
Tổng tài sản	22,9%	73,1%	19,7%	12,1%
Vốn chủ sở hữu	2,3%	173,4%	5,7%	6,7%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	1,0%	5,2%	5,7%	6,5%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	25,6%	21,0%	19,5%	18,6%
LN HKKD / Doanh thu	0,4%	-0,1%	0,3%	0,1%
EBITDA/ Doanh thu	4,7%	10,2%	9,9%	9,6%
EBIT/ Doanh thu	5,9%	10,8%	9,9%	9,6%
LNST/ Doanh thu	4,7%	8,6%	8,9%	8,6%
ROA	3,0%	4,8%	4,3%	4,2%
ROIC or RONA	12,0%	15,5%	11,6%	12,0%
ROE	10,1%	12,9%	10,8%	11,3%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay khoản phải thu	4,1	3,9	4,2	4,6
Vòng quay hàng tồn kho	128,5	168,6	163,6	156,5
Vòng quay khoản phải trả	3,9	3,8	3,5	3,5
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	0,9	1,5	1,3	1,3
Nhanh	0,9	1,5	1,3	1,3
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	267,3%	132,5%	163,1%	176,4%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Tiền hàng phải trả và ứng trước	215	306	401	390
Khoản phải trả ngắn hạn khác	1.536	2.058	2.692	3.176
Vay và nợ ngắn hạn	1	2	0	0
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	50	77	86	102
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.801</b>	<b>2.442</b>	<b>3.179</b>	<b>3.667</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>674</b>	<b>1.843</b>	<b>1.949</b>	<b>2.078</b>
Vốn đầu tư của CSH	504	804	804	804
Lợi nhuận giữ lại	64	165	262	382
Các quỹ	46	47	55	65
<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>674</b>	<b>1.843</b>	<b>1.949</b>	<b>2.078</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	1	1	1
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>2.476</b>	<b>4.286</b>	<b>5.129</b>	<b>5.747</b>

LƯU CHUYỂN TIẾN TỆ	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
LNTT	85,6	228,9	253,2	299,8
Khấu hao	18,4	30,5	32,2	34,7
Các điều chỉnh	0,0	0,0	0,0	0,0
Thay đổi vốn lưu động	158,9	612,1	371,8	288,8
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>262,9</b>	<b>871,5</b>	<b>657,2</b>	<b>623,4</b>
Thay đổi TSCĐ	-32,9	-101,7	-30,0	-39,7
Thay đổi các khoản mục đầu tư khác	-125,7	-327,8	-57,8	-97,1
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>-158,6</b>	<b>-429,6</b>	<b>-87,9</b>	<b>-136,8</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	-3,0	0,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	-2,8	-2,0	0,0	0,0
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	-105,7	-481,2	-445,0	-689,9
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-108,5</b>	<b>-486,2</b>	<b>-445,0</b>	<b>-689,9</b>
Tiền thuần trong kỳ	-4,2	-44,3	124,3	-203,2
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>46,3</b>	<b>308,5</b>	<b>261,2</b>	<b>385,5</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>42,1</b>	<b>261,2</b>	<b>385,5</b>	<b>182,2</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 Rộng 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

**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, 2016.**