

Ngành Bảo hiểm

Báo cáo lần đầu

30/12/2020

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **21.000**

Giá thị trường (29/12/2020) 20.000

Lợi nhuận kỳ vọng 5,0%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	n/a
Vốn hóa	1.456 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	72.800.000
KLGD bình quân 10 ngày	n/a
Beta	n/a
Giá trị cổ tức/cổ phần	16%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	8%

Chuyên viên phân tích

Đỗ Long Khánh

(84 4) 3928 8080 ext 209

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Tổng Công ty cổ phần Tái bảo hiểm PVI

Mã giao dịch: PRE

Bloomberg: PRE VN Equity

Nâng cao năng lực tài chính giúp hỗ trợ tăng trưởng trong dài hạn

Duy trì mức tăng trưởng cao nhờ sự tăng trưởng ổn định của thị trường Bảo hiểm Phi nhân thọ. Với 100% hợp đồng nhận tái đến từ các nghiệp vụ bảo hiểm Phi nhân thọ, nên tốc độ tăng trưởng của PVI Re phụ thuộc rất nhiều vào tăng trưởng chung của thị trường bảo hiểm gốc. Nằm trong Top các quốc gia có tốc độ tăng trưởng phí bảo hiểm phi nhân thọ (PNT) cao nhất thế giới, BVSC cho rằng thị trường Việt Nam còn rất nhiều dư địa trong những năm tới, góp phần thúc đẩy tăng trưởng thị trường tái bảo hiểm.

Năng lực tài chính được cải thiện giúp hỗ trợ hoạt động kinh doanh. Kế hoạch tăng vốn lên 1.044 tỷ VNĐ trong năm 2021 giúp nâng cao năng lực hoạt động của PVI Re nhờ **(1)** nâng cao tỷ lệ giữ lại, giúp tăng doanh thu phí bảo hiểm thực nhận; **(2)** tạo điều kiện để phát triển các nghiệp vụ bán lẻ có dư địa tăng trưởng cao; **(3)** đáp ứng các điều kiện để nâng xếp hạng tín nhiệm lên mức A-, tạo tiền đề cho việc mở rộng hơn nữa nhận tái bảo hiểm nước ngoài. Sự tư vấn và giúp đỡ từ cổ đông lớn là HDI SE thuộc tập đoàn Talanx sẽ hỗ trợ rất nhiều cho PRE về tài chính và kinh nghiệm khi tiếp cận sâu hơn với thị trường nước ngoài.

Tỉ lệ kết hợp thấp so với ngành. Với chiến lược kinh doanh thận trọng, PVI Re luôn duy trì được tỉ lệ kết hợp ở dưới 90%, giúp PVI Re là một trong số ít doanh nghiệp có lãi nghiệp vụ (tỉ lệ kết hợp của VNR là 97%). Trong thời gian tới, công ty có chiến lược tăng doanh thu phí nhận (cả trong và ngoài nước), đánh giá rủi ro và tăng mức giữ lại các dịch vụ có hiệu quả. Điều này có thể dẫn đến làm tăng tỷ lệ bồi thường, nhưng công ty vẫn đảm bảo kiểm soát dưới mức 95%. Theo quan sát của BVSC, đây vẫn là mức có thể chấp nhận được khi rất nhiều doanh nghiệp bảo hiểm khác đang cố gắng để đạt được mức tỉ lệ này.

Lợi suất đầu tư cao giúp đảm bảo khả năng sinh lời trong điều kiện lãi suất thấp. Ngoài danh mục đầu tư là tiền gửi ngân hàng (chiếm hơn 70% tổng vốn thực hiện đầu tư) thì PVIRe còn thực hiện đầu tư thông qua 2 quỹ là PIF và POF được quản lý bởi PVIAM (một đơn vị đầu tư chuyên nghiệp trực thuộc PVI Holding), giúp tỉ suất đầu tư của công ty luôn được duy trì ở mức cao. Theo đánh giá của BVSC, đây là hai quỹ tương đối năng động, được vận hành bởi đội ngũ nhân sự giàu kinh nghiệm, đảm bảo hiệu quả đầu tư trong dài hạn. Trong điều kiện lãi suất duy trì ở mức thấp do ảnh hưởng của dịch bệnh trong các năm sau, chúng tôi cho rằng PVI Re vẫn có thể đảm bảo được tỉ suất đầu tư ở mức cao, khoảng 8-9% nhờ các yếu tố thuận lợi từ thị trường chứng khoán.

Định giá & khuyến nghị

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NEUTRAL** đối với Tổng Công ty Cổ phần Tái bảo hiểm PVI với giá mục tiêu là **21.000 VNĐ/cổ phiếu**. Mức giá mục tiêu được chúng tôi xác định theo phương pháp P/B qua 2 cách tiếp cận: **(1)** so sánh với các doanh nghiệp trong ngành tại Việt Nam, tương ứng với giá mục tiêu là 16.448 VNĐ/cp; **(2)** so sánh với các doanh nghiệp trong khu vực, tương ứng với giá mục tiêu là 25.530 VNĐ/cp.

Định giá & khuyến nghị

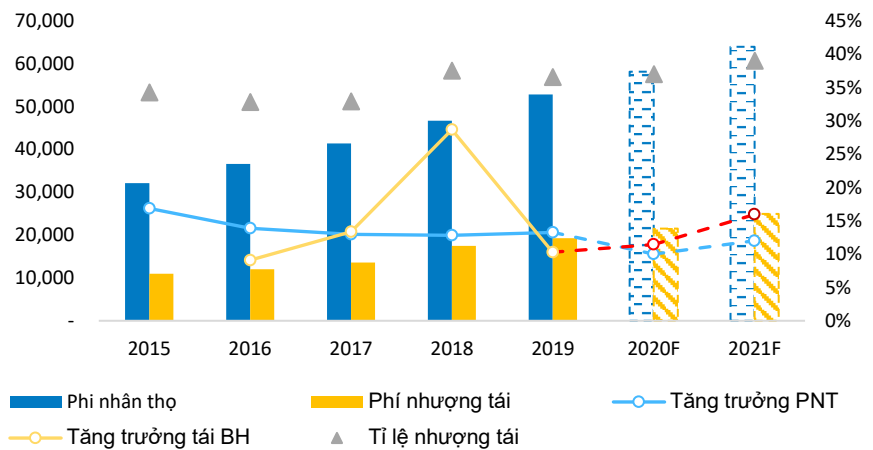
1. Dự phóng kết quả kinh doanh

Những giả định được sử dụng trong quá trình dự phóng:

- ❑ Tốc độ tăng trưởng phí PNT toàn thị trường tăng 12% yoy, tỉ lệ nhượng tái của các doanh nghiệp là 0,38%.
- ❑ Thị phần PRE duy trì ở mức 7%.
- ❑ Tỉ lệ kết hợp tăng lên 89,3%.

TƯƠNG QUAN TĂNG TRƯỞNG DOANH THU PHÍ PHI NHÂN THỌ TOÀN THỊ TRƯỜNG VÀ PHÍ NHƯỢNG TÁI QUA CÁC NĂM

Nguồn: PVI Re, IAV - Đơn vị: Tỷ VNĐ



Dựa vào những giả định trên, chúng tôi cho rằng doanh thu nhận tái PRE trong năm 2021 là 1.700 tỷ VNĐ (+13,3% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 162 tỷ VNĐ (+12,7% yoy). Tương ứng với vốn chủ sở hữu tăng lên 1.050 tỷ VNĐ ~ 14.423 VNĐ/cổ phiếu (chưa tính 314 tỷ tăng vốn điều lệ tăng thêm).

2. Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NEUTRAL** đối với Tổng Công ty Cổ phần Tái bảo hiểm PVI với giá mục tiêu là 21.000 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với mức lợi nhuận là 5% so với giá giao dịch thời điểm hiện tại. Mức giá mục tiêu được chúng tôi xác định theo phương pháp P/B qua 2 cách tiếp cận:

- ❑ **So sánh với P/B trung bình ngành bảo hiểm Việt Nam.**

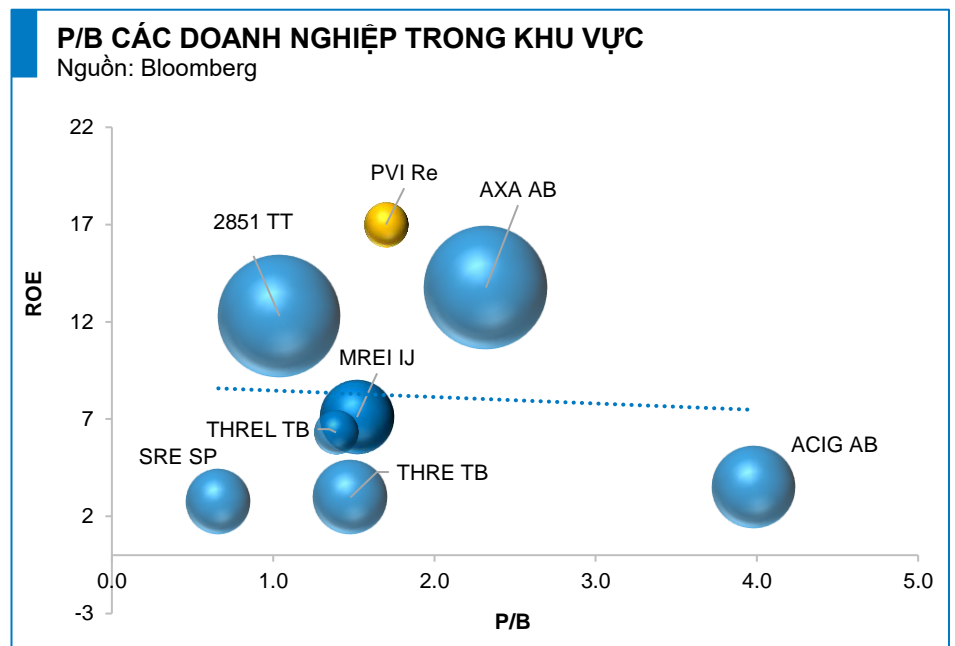
Đối với việc chọn mẫu các đơn vị trong nước để tính toán, do chỉ có VNR là doanh nghiệp tái bảo hiểm, nên chúng tôi lựa chọn thêm các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ khác làm tham chiếu để ước lượng giá trị hợp lý cho công ty.

Phương pháp này cho ra kết quả P/B bình quân ngành bảo hiểm Việt Nam là **1,14x**. Với BVPS forward = 14.423 VNĐ/cổ phần, tương đương với mức định giá hợp lý theo phương pháp so sánh với bình quân ngành **~16.448 VNĐ/cổ phần**.

Mã CK	Tên	Sàn	P/B	P/E	Vốn hóa (tỷ VND)
BIC	Bảo hiểm BIDV	HOSE	1,0	9,5	2.662
BMI	Bảo hiểm Bảo Minh	HOSE	1,2	14,9	2.832
MIG	Bảo hiểm Quân đội	UPCOM	1,4	12,9	2.054
PGI	Bảo hiểm PJICO	HOSE	1,2	9,7	1.801
PTI	Bảo hiểm Bưu điện	HNX	0,9	8,0	1.809
ABI	Bảo hiểm nông nghiệp	UPCOM	1,5	6,1	1.561
VNR	Tái bảo hiểm quốc gia	HNX	0,8	8,0	2.530
Bình quân ngành			1,14	9,9	

So sánh với trung bình khu vực.

Với mức P/B bình quân của các doanh nghiệp khu vực là 1,17x, giá trị hợp lý cổ phiếu PRE theo cách tiếp cận này là **25.530 VNĐ/cổ phiếu**.



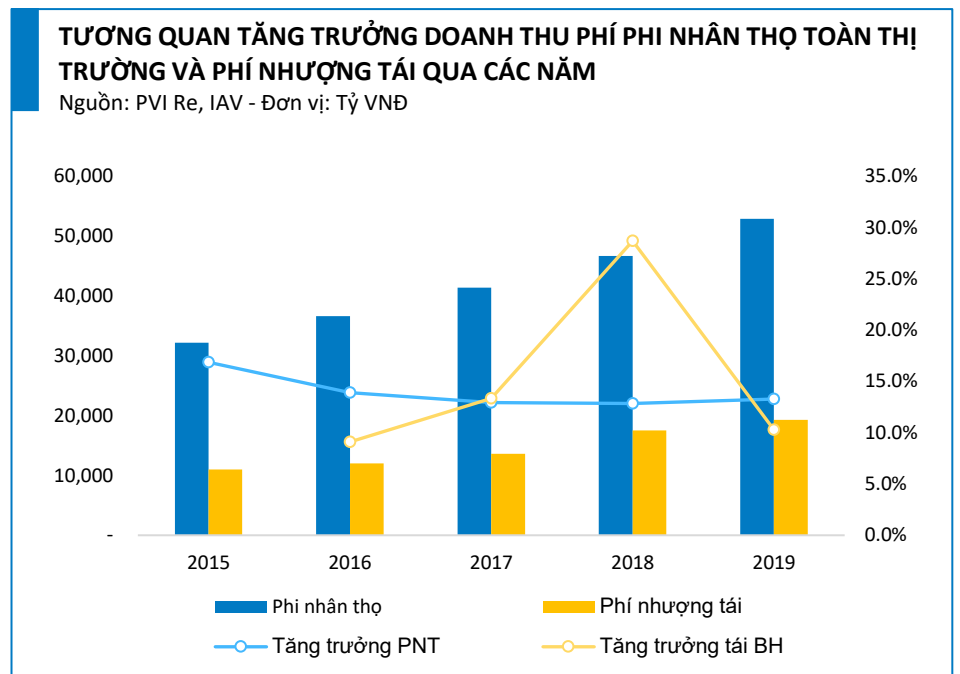
Ticker	Quốc gia	P/B	ROE LF
MREI IJ	INDONESIA	1.52	7.1
ACIG AB	SAUDI ARABIA	3.98	3.49
AXA AB	SAUDI ARABIA	2.32	13.76
SRE SP	SINGAPORE	0.66	2.76
2851 TT	TAIWAN	1.04	12.29
THREL TB	THAILAND	1.39	6.31
THRE TB	THAILAND	1.48	2.98
Trung bình P/B			1,77
Giá trị sổ sách của PVI Re (VNĐ/cổ phiếu)			14.423
Giá trị hợp lý PVI Re			25.530

Tổng hợp kết quả định giá theo 2 phương pháp, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý đối với cổ phiếu PRE là **21.000 VND/cổ phần** và đưa ra khuyến nghị **NEUTRAL**.

Phương pháp định giá	Giá trị P/B	Giá trị sổ sách	Định giá
- Tham chiếu P/B các doanh nghiệp bảo hiểm trong nước	1,14	14.423	16.448
- Tham chiếu P/B các doanh nghiệp bảo hiểm khu vực	1,77	14.423	25.530
Trung bình	1,45	14.423	20.989

Điểm nhấn đầu tư

Duy trì mức tăng trưởng cao nhờ sự tăng trưởng ổn định của thị trường Bảo hiểm Phi nhân thọ

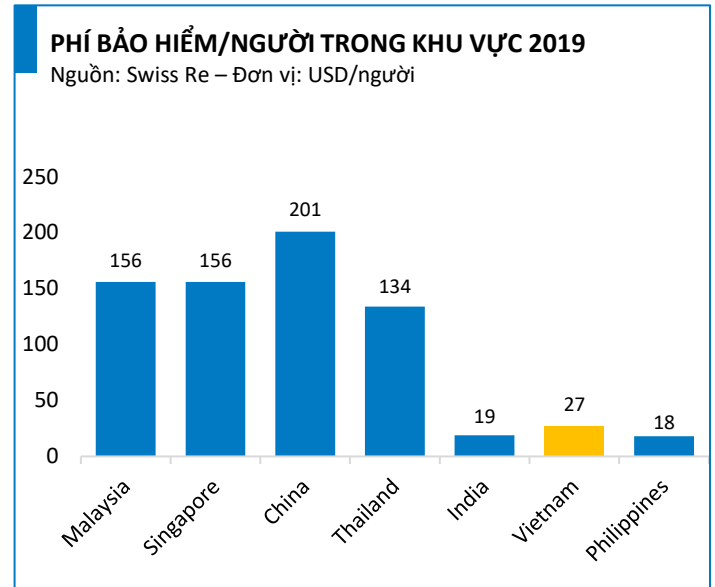
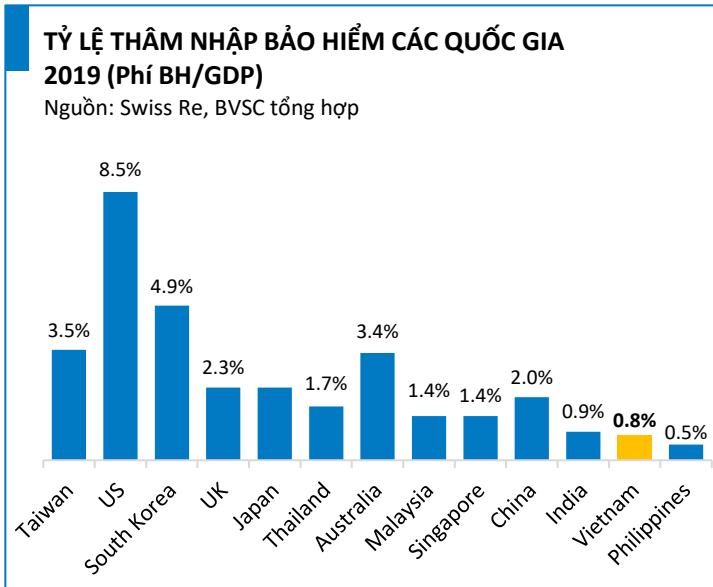


Ngành bảo hiểm nói chung và bảo hiểm Phi nhân thọ nói riêng ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng trong thời gian qua. Theo số liệu của Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam, tổng doanh thu phí bảo hiểm Phi nhân thọ tăng gấp 6 lần trong giai đoạn từ năm 2007-2019, tương ứng với CAGR = 16,6%, thuộc Top các quốc gia có tốc độ tăng trưởng cao nhất thế giới, lần lượt gấp 4/3/1,5 lần so với khu vực Bắc Mỹ/Châu Âu/Mỹ Latinh, chủ yếu nhờ vào tăng trưởng kinh tế mạnh, tầng lớp trung lưu ngày càng giàu có hơn, và những thay đổi trong khung khổ pháp lý.

Chúng tôi tin rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm sẽ được duy trì ở mức cao, đảm bảo cho sự phát triển của thị trường tái bảo hiểm. Điều này được hỗ trợ bởi 2 yếu tố:

- (1) **Tỉ lệ thâm nhập bảo hiểm còn thấp.** So với các quốc gia khác trong khu vực, tỉ lệ thâm nhập bảo hiểm Phi nhân thọ của Việt nam là thấp hơn rất nhiều. Mật độ bảo hiểm tại Việt Nam cũng chỉ ở mức \$27 per capita, chỉ cao hơn Ấn Độ và Phillipines. Tỷ lệ thâm nhập và mật độ bảo

hiểm thấp đảm bảo cho mức tăng trưởng hai chữ số trong những năm tiếp theo.



(2) Hỗ trợ nhờ định hướng phát triển của Chính phủ. Trong ngày 28/2/2019, Chính phủ đã phê duyệt đề án “Cơ cấu lại thị trường chứng khoán và thị trường bảo hiểm đến năm 2020 và định hướng đến năm 2025”, trong đó có đưa ra mục tiêu doanh thu phí bảo hiểm bình quân GDP (bao gồm cả nhân thọ và phi nhân thọ) đến năm 2020 tối đa 3%, đến năm 2025 là 3,5%. Sự hỗ trợ về chính sách, kết hợp dư địa tăng trưởng của ngành tạo cơ sở để chúng tôi tin rằng tỉ lệ thâm nhập mảng Phi nhân thọ có thể đạt 1% trong năm 2025, tương ứng với mức tăng trưởng CAGR=10,8% (GWP=98.040 tỷ VNĐ).

Năng lực tài chính dần được cải thiện giúp hỗ trợ hoạt động kinh doanh, mở rộng ra các nghiệp vụ bán lẻ và nhận tái ngoài nước

Sau 2 lần tăng vốn trong 10 năm hoạt động, vốn điều lệ của PVI Re hiện tại là 728 tỷ VNĐ.

Trong năm 2021, PVI Re có kế hoạch tăng vốn bằng hình thức chào bán công khai ra công chúng để nâng vốn điều lệ lên 1.044 tỷ VNĐ. Điều này giúp nâng cao năng lực hoạt động của doanh nghiệp nhờ:

- (1) Nâng cao tỷ lệ giữ lại.
- (2) Tạo điều kiện để phát triển các nghiệp vụ bán lẻ như bảo hiểm sức khỏe, bảo hiểm xe cơ giới (đây là các nghiệp vụ có mức tăng trưởng cao nhất ngành).
- (3) Tạo điều kiện phát triển hoạt động đầu tư.
- (4) Nâng xếp hạng tín nhiệm lên mức A-, tạo tiền đề cho việc phát triển nhận tái bảo hiểm nước ngoài.

Tại ngày 21/08/2020, PVI Re được A.M.Best duy trì xếp hạng năng lực tài chính (FSR) ở mức B++ (Tốt) và năng lực tín dụng của tổ chức phát hành (ICR) mức

“bbb” dựa trên 3 tiêu chí chính là: chất lượng bản cân đối, tính sinh lời và hồ sơ quản trị Doanh nghiệp của nhà bảo hiểm. Điều này cho thấy lợi thế cạnh tranh bền vững về sức mạnh tài chính cũng như năng lực phát hành của PVI Re.

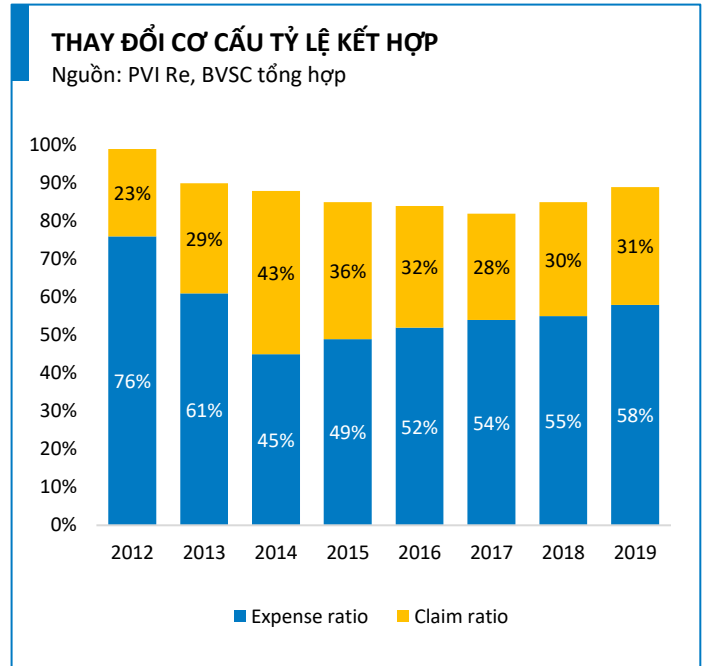
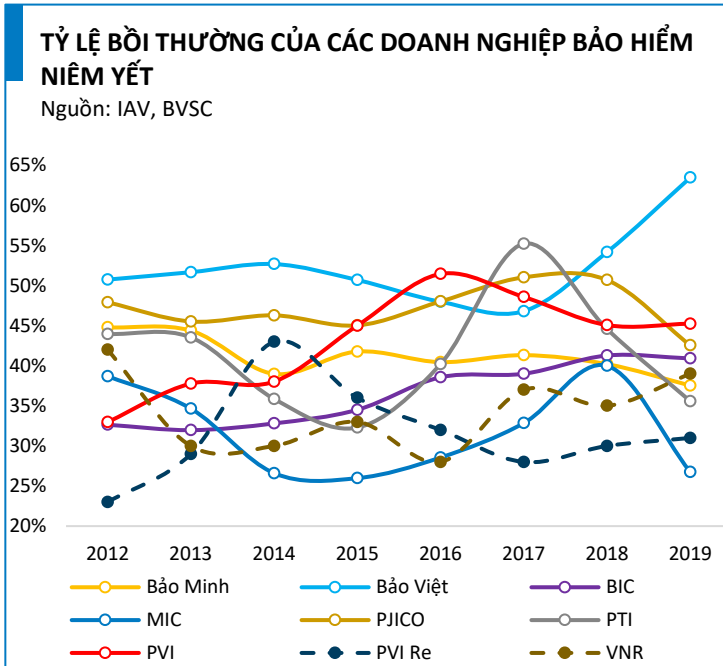
Bên cạnh điểm trừ về rủi ro quốc gia, hạn chế của PVI Re là quy mô vốn chủ sở hữu còn nhỏ so với các công ty tái bảo hiểm khác trong khu vực. Nhận thức được điều đó, đồng thời nằm trong chiến lược mở rộng hoạt động tái bảo hiểm ra nước ngoài, PVI Re đang nỗ lực tăng vốn để đạt được mức xếp hạng tín nhiệm cao hơn, cụ thể là A- (mức xếp hạng tín nhiệm cho phép công ty tiếp cận được những hợp đồng tái bảo hiểm nước ngoài hiệu quả).

Bên cạnh đó, cổ đông HDI/Talanx - Top 7 tập đoàn bảo hiểm phi nhân thọ lớn nhất Châu Âu là cổ đông chiến lược của PVI Holdings từ năm 2011, đã giúp PVI Re suốt gần 10 năm qua thông qua việc chuyển giao kinh nghiệm, sản phẩm, đào tạo trực tiếp cho các cán bộ PVI Re, nâng cao công tác quản trị theo tiêu chuẩn quốc tế, hỗ trợ hoàn thiện hệ thống công nghệ thông tin, hỗ trợ năng lực thu xếp tái bảo hiểm ...

Tỉ lệ kết hợp thấp so với ngành

PVIRe đã và đang thực hiện cấu trúc lại và đa dạng hóa danh mục kinh doanh, với chiến lược kinh doanh thận trọng, tăng trưởng doanh thu đi kèm với hiệu quả hoạt động thông qua việc kiểm soát chặt chẽ tỉ lệ bồi thường. Điều này đã giúp công ty duy trì được tỉ lệ kết hợp ở dưới 90% (trong năm 2019 là 89%) – đây là mức đáng mơ ước của các công ty bảo hiểm. Điều này giúp PVI Re là một trong số ít doanh nghiệp có lãi nghiệp vụ. Trong khi đó, tỉ lệ kết hợp của VNR là 97%, cao hơn rất nhiều so với PVI Re.

Trong thời gian tới, công ty có chiến lược tăng doanh thu phí nhận (cả trong và ngoài nước), tăng cường đánh giá rủi ro và tăng mức giữ lại các dịch vụ hiệu quả. Thị trường bảo hiểm/tái bảo hiểm cạnh tranh ngày càng khốc liệt, với xu hướng chi phí hoa hồng chi trả ngày càng tăng. Bên cạnh đó, rủi ro về tăng tỷ lệ bồi thường khi mở rộng thị trường kinh doanh sẽ làm tỷ lệ kết hợp của công ty tăng lên. Tuy nhiên công ty vẫn đảm bảo kiểm soát tỷ lệ kết hợp dưới mức 95%. Theo đánh giá của BVSC, đây vẫn là mức tỷ lệ kết hợp ở mức tốt, thấp hơn nhiều công ty trong thị trường, và thấp hơn mức trung bình của thị trường.

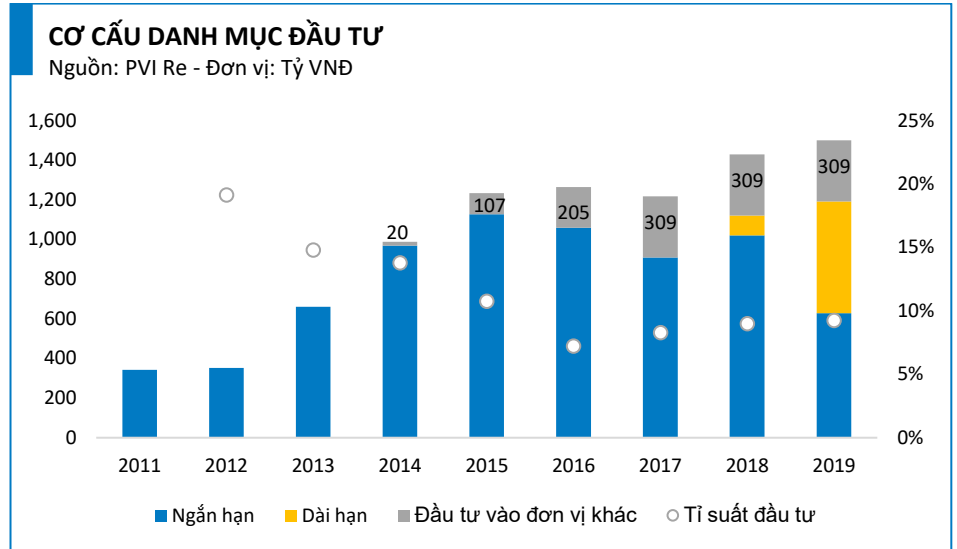


Lợi suất đầu tư cao giúp đảm bảo khả năng sinh lời trong điều kiện lãi suất thấp

Đóng góp từ 50-72% lợi nhuận trước thuế của PVI Re, lợi nhuận từ hoạt động tài chính là một phần quan trọng trong hoạt động của công ty.

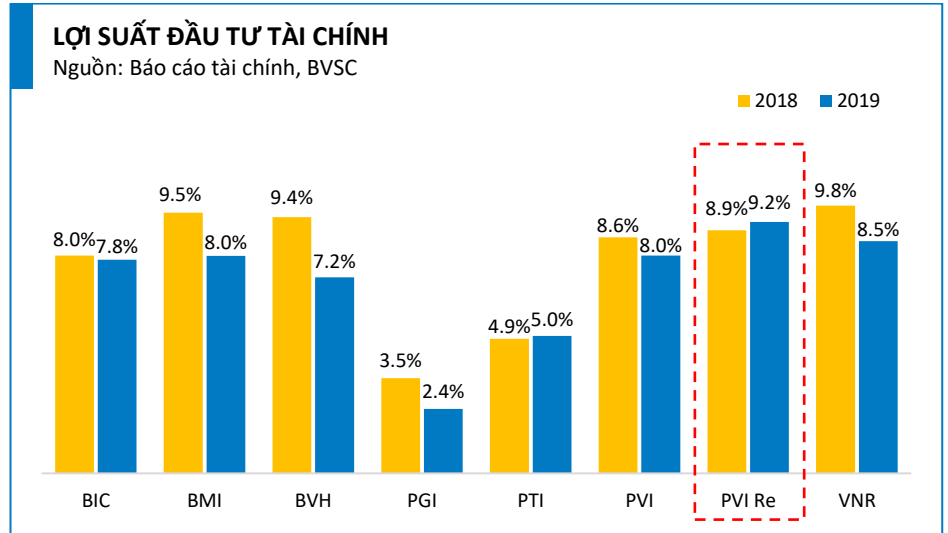
Danh mục đầu tư của PVIRe có cơ cấu tương đối ổn định và có tính thận trọng cao. Ngoài danh mục đầu tư là tiền gửi ngân hàng (chiếm hơn 70% tổng vốn thực hiện đầu tư) thì PVIRe còn thực hiện đầu tư thông qua 2 quỹ đầu tư được quản lý bởi PVI AM (một đơn vị đầu tư chuyên nghiệp trực thuộc PVI Holding):

- **Quỹ đầu tư cơ hội PVI (POF).** Chiến lược của quỹ tập trung vào đầu tư các doanh nghiệp hoạt động trong các ngành cơ bản, chủ đạo của nền kinh tế Việt Nam, đặc biệt là ngành năng lượng và ngành bất động sản. Mức tỷ suất lợi nhuận/vốn trung bình trong 5 năm qua là 12,6%/năm.
- **Quỹ đầu tư hạ tầng PVI (PIF).** Quỹ tập trung đầu tư vào các công ty kinh doanh hạ tầng, bất động sản. Mức tỷ suất lợi nhuận/ vốn trung bình trong 3 năm qua là 17,1%/năm.



Trong năm 2020, mặc dù lãi suất tiền gửi giảm xuống thấp do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 đã tác động tiêu cực lên kết quả đầu tư của hầu hết các doanh nghiệp bảo hiểm, chúng tôi tin rằng PVI Re vẫn có thể đạt được tỷ suất đầu tư ở mức 9% trong năm 2020. Nguyên nhân đến từ hiệu quả đầu tư ấn tượng của hai quỹ PIF và POF. Cụ thể, trong 9 tháng đầu năm 2020, dù phần lớn các quỹ trên thị trường đều đang chứng lại với hiệu suất âm, thì Quỹ POF đạt mức tăng trưởng NAV 11,4%, trong khi Quỹ PIF đạt mức 8,64% trong 9 tháng đầu năm 2020. Kết quả này đến từ việc PVIAM đã chủ động tái cơ cấu danh mục đầu tư bằng các sản phẩm có thu nhập cố định và lựa chọn các cổ phiếu cơ bản trong ngành điện, nước - là những ngành thiết yếu ít chịu ảnh hưởng bởi thị trường và dịch bệnh. Trong khi đó, Quỹ PIF vẫn rất ổn định nhờ tập trung đầu tư vào các công ty kinh doanh hạ tầng, bất động sản.

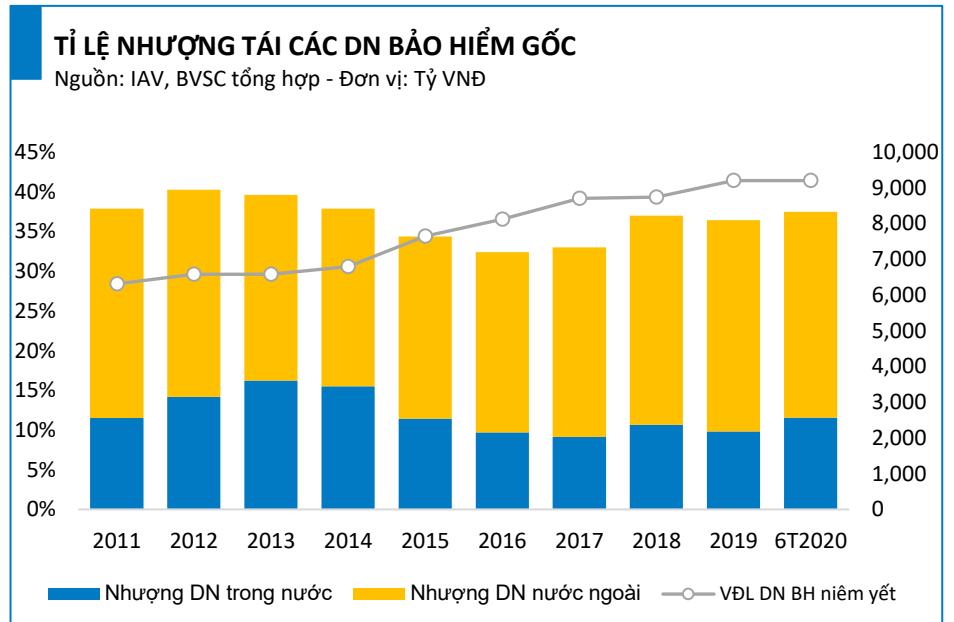
Theo tìm hiểu và đánh giá, chúng tôi cho rằng đây là hai quỹ tương đối năng động và nhạy cảm với diễn biến của thị trường, được vận hành bởi đội ngũ nhân sự giàu kinh nghiệm, đảm bảo hiệu quả đầu tư trong dài hạn. Với nhận định thị trường chứng khoán sẽ đạt 1.150-1.200 điểm trong năm 2021 (*dự báo của BVSC*), chúng tôi cho rằng lợi suất đầu tư của PVI Re trong năm 2021 vẫn có thể được duy trì ở mức 8%-9%.



Tổng quan ngành Tái bảo hiểm

Tái bảo hiểm là hoạt động của các doanh nghiệp bảo hiểm, chi nhánh nước ngoài (bên nhượng tái) thực hiện chuyển một phần trách nhiệm đã nhận trong một hợp đồng bảo hiểm cho một hoặc nhiều doanh nghiệp bảo hiểm trong và ngoài nước, chi nhánh nước ngoài khác (bên nhận tái). Theo quy định của Việt Nam, mức trách nhiệm giữ lại tối đa trên mỗi rủi ro hoặc trên mỗi tổn thất riêng lẻ không quá 10% vốn chủ sở hữu.

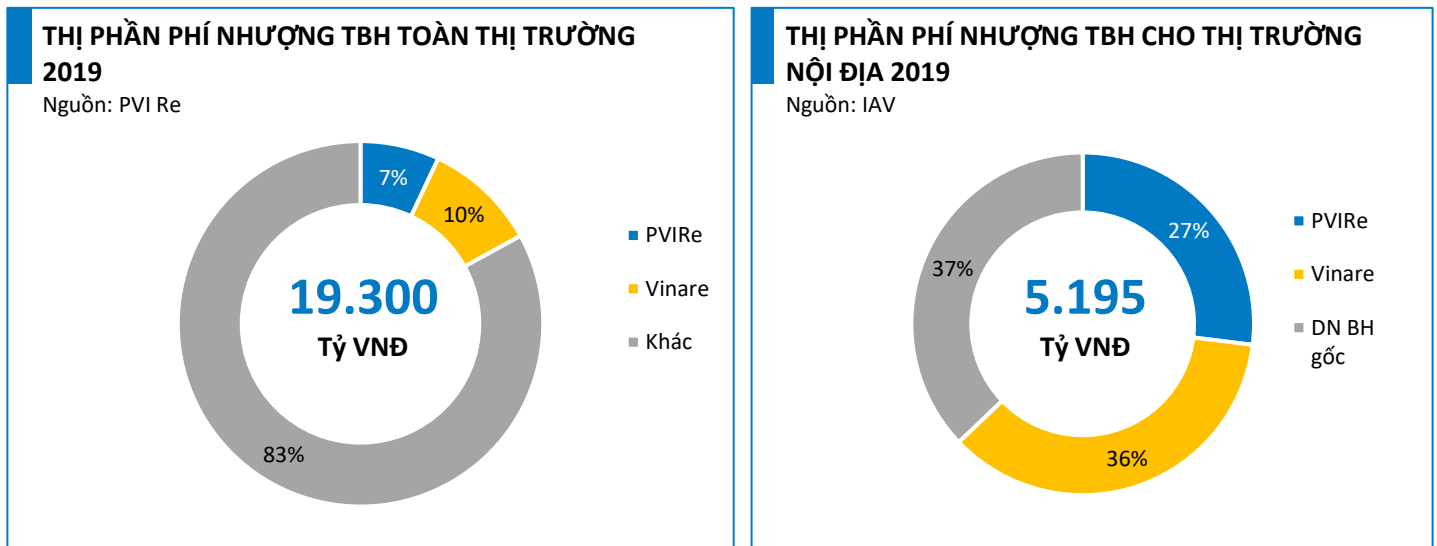
Tỷ lệ nhượng tái có xu hướng ổn định trong 1-2 năm tới



Có thể thấy trong giai đoạn 2014-2017, quy mô vốn của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết tăng mạnh từ 6,7 nghìn tỷ VNĐ lên 8,7 nghìn tỷ VNĐ, giúp nâng cao khả năng giữ lại của các DN BH gốc, qua đó làm tỷ lệ nhượng tái giảm xuống trong giai đoạn này. Tuy vậy từ năm 2018 đến nay, quy mô vốn của các doanh nghiệp đang có dấu hiệu chững lại. Do ảnh hưởng của dịch bệnh phần nào ảnh hưởng đến hoạt động chung của nền kinh tế, BVSC cho rằng quy mô vốn điều

lệ của các doanh nghiệp bảo hiểm sẽ ít có khả năng tăng nhanh trong 1-2 năm tới, do đó tỷ lệ nhượng tái vẫn có thể duy trì ở mức 37% như hiện tại, với tỷ lệ nhượng tái cho các DN trong nước trong khoảng 11,5%-12%.

Tại thị trường Việt Nam hiện tại, hai doanh nghiệp tái bảo hiểm nội địa là VNR (thành lập năm 1994) và PVIRe (thành lập năm 2011) đang chiếm 17% thị phần trong năm 2019.



Mặc dù là hai nhà tái bảo hiểm nội địa duy nhất tại thị trường Việt Nam, nhưng VNR và PVI Re không chiếm 100% tổng phí nhượng tái trong nước là do có sự nhận tái chéo giữa các doanh nghiệp bảo hiểm như một nguồn gia tăng thêm doanh thu bên cạnh các hợp đồng bảo hiểm gốc.

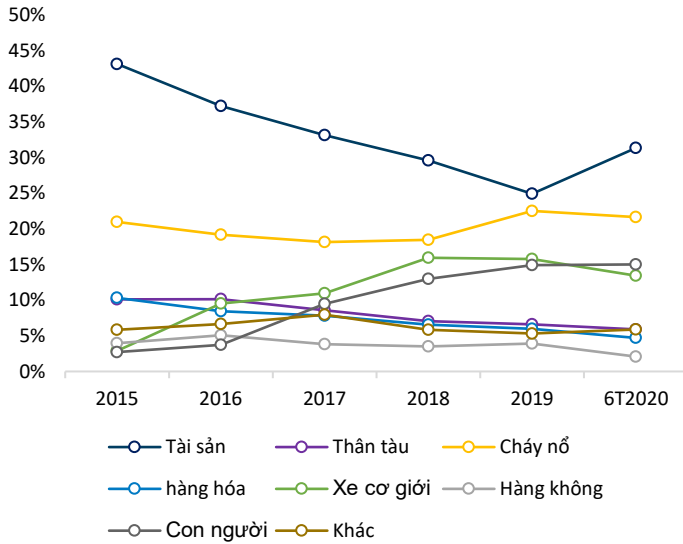
Tỉ trọng nhượng tái các nghiệp vụ bán lẻ tăng dần

4 nghiệp vụ được các doanh nghiệp bảo hiểm trong nước tái nhiều nhất gồm bảo hiểm tài sản, bảo hiểm cháy nổ, bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm sức khỏe. Chỉ riêng 4 nghiệp vụ này đã chiếm 78,1% tổng phí nhượng tái trong năm 2019.

Điều này tương đối dễ hiểu khi phần lớn đối tượng của bảo hiểm tài sản và bảo hiểm cháy nổ là các tài sản, dự án có giá trị lớn như công trình công nghiệp, nhà máy,... do đó cần phải được nhượng tái để giảm thiểu rủi ro cho nhà bảo hiểm gốc. Trong khi đó, theo xu hướng chung của ngành bảo hiểm phi nhân thọ, các nghiệp vụ bán lẻ như bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm sức khỏe đang cho thấy tốc độ tăng trưởng rất nhanh do nhận thức của người dân ngày càng tăng cao.

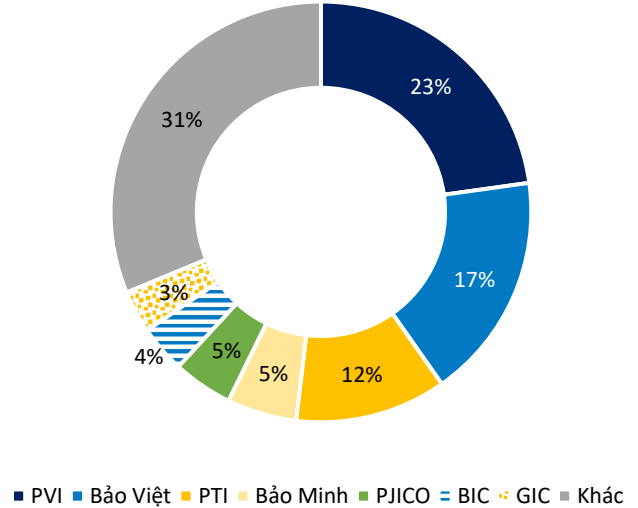
THAY ĐỔI CƠ CẤU NGHIỆP VỤ TÁI BẢO HIỂM

Nguồn: IAV, BVSC tổng hợp



QUY MÔ NHƯỢNG TÁI BẢO HIỂM CỦA CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NƯỚC 2019

Nguồn: IAV, BVSC tổng hợp



Do có quy mô phí bảo hiểm tài sản - kỹ thuật lớn nhất thị trường (chiếm 45% thị phần), nên PVI Insurance là doanh nghiệp có quy mô nhượng tái lớn nhất thị trường (riêng nghiệp vụ bảo hiểm tài sản đã chiếm 51,1% tổng phí nhượng tái của PVI Insurance).

Đứng thứ hai về quy mô nhượng tái là bảo hiểm Bảo Việt, trong đó nghiệp vụ bảo hiểm xe cơ giới có quy mô nhượng tái lớn nhất (chiếm 48%). Tuy vậy, đa số đều được nhượng tái ra nước ngoài. Điều này cũng tương tự với PTI, khi đây là doanh nghiệp bán lẻ với tỉ trọng nghiệp vụ bảo hiểm sức khỏe và xe cơ giới luôn chiếm tỉ trọng lớn.

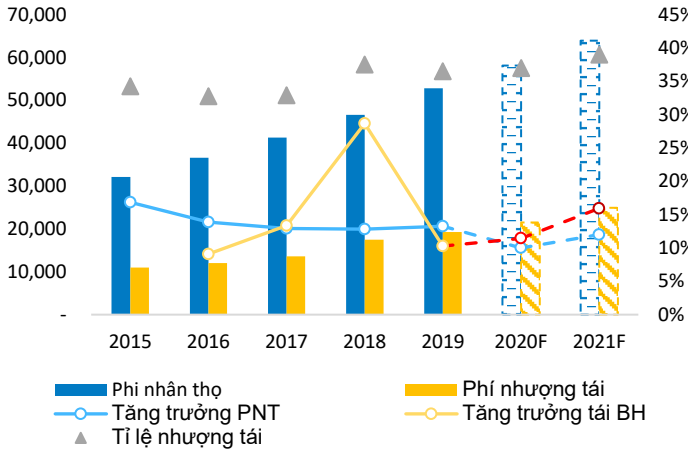
Tăng trưởng thị trường Phi nhân thọ dẫn dắt tăng trưởng doanh thu nhượng tái trong dài hạn

Các doanh nghiệp tái bảo hiểm nội địa chủ yếu nhận tái cho mảng Phi nhân thọ (PNT), nên nhìn chung, tốc độ tăng trưởng của thị trường tái bảo hiểm sẽ phụ thuộc và (1) tốc độ tăng trưởng của thị trường PNT và (2) tỉ lệ nhượng tái của các doanh nghiệp bảo hiểm gốc.

Bảo hiểm Phi nhân thọ tại Việt nam có tốc độ tăng trưởng tương đối ổn định (thuộc top cao nhất khu vực), duy trì ở mức 12-13%/năm trong vòng 4 năm nay. Tỉ lệ thâm nhập còn thấp tạo nhiều dư địa tăng trưởng trong tương lai.

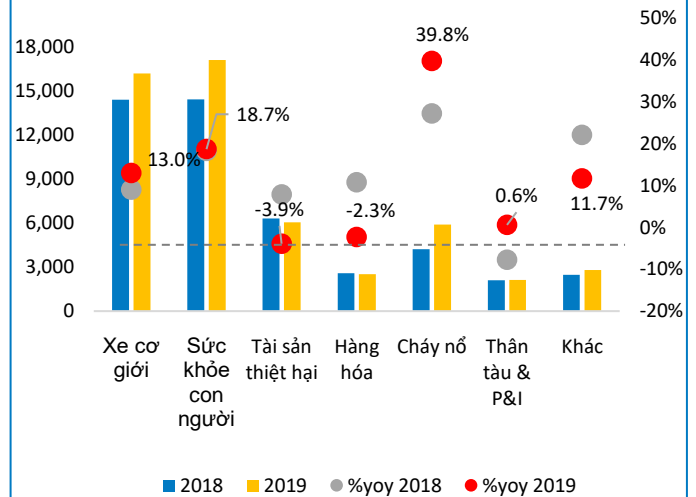
TƯƠNG QUAN TĂNG TRƯỞNG DOANH THU PHÍ PHI NHÂN THỌ TOÀN THỊ TRƯỜNG VÀ PHÍ NHƯỢNG TÁI QUA CÁC NĂM

Nguồn: PVI Re, IAV - Đơn vị: Tỷ VNĐ



TĂNG TRƯỞNG CÁC NGHIỆP VỤ BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ

Nguồn: IAV, BVSC – Đơn vị: Tỷ VNĐ



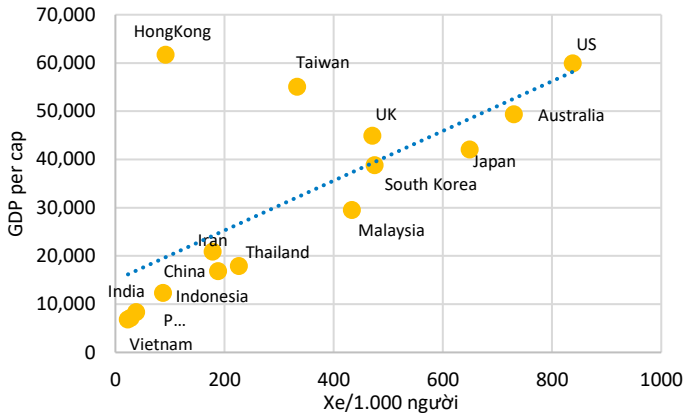
Tuy là những mảng có giá trị lớn, nhưng bảo hiểm công nghiệp (bảo hiểm tài sản- kỹ thuật, thân tàu, cháy nổ) sẽ không giữ được tăng trưởng cao do không còn nhiều dư địa. Thay vào đó, trong 5 năm tới, chúng tôi cho rằng mảng bán lẻ vẫn chiếm vai trò quan trọng và là động lực tăng trưởng chính do:

- (1) Tỉ lệ sở hữu xe ô tô so với GDP per cap còn thấp khi so với các quốc gia khác trong khu vực và thế giới. Với sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu, trong khi giá xe ngày càng phù hợp với thu nhập của người dân nhờ: (1) hiệp định thương mại được ký kết và (2) phí trước bạ cho xe lắp ráp, sản xuất trong nước được giảm 50%; giúp người dân có thể mua xe dễ dàng hơn. Số lượng xe mua mới tăng lên giúp thúc đẩy tăng trưởng bảo hiểm xe cơ giới.
- (2) Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm sức khỏe còn thấp, nhưng đang có xu hướng tăng nhanh hơn so với tương quan GDP per capita. Bên cạnh đó, Covid-19 đã phần nào giúp gia tăng nhận thức của người dân về lợi ích của các sản phẩm bảo hiểm sức khỏe, tạo cơ sở cho tốc độ tăng trưởng nhanh trong các năm sau.

Theo tính toán của chúng tôi, doanh thu phí nhượng tái toàn thị trường đạt 24,9 tỷ VNĐ (+15,9% yoy), dựa trên giả định tốc độ tăng trưởng phí PNT tăng 12% yoy và tỉ lệ nhượng tái của các doanh nghiệp là 0,38%.

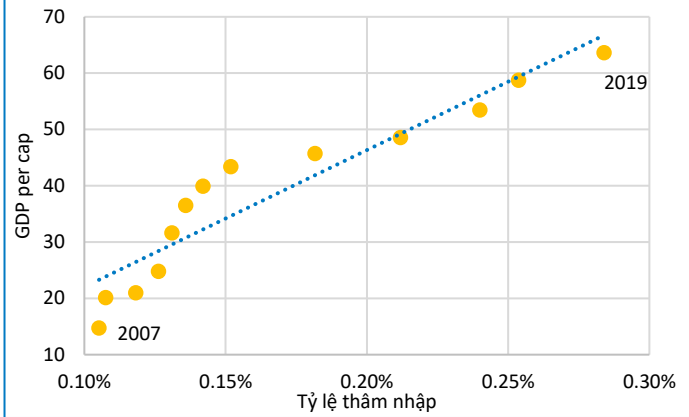
TƯƠNG QUAN GDP PER CAPITA VÀ TÌNH HÌNH SỞ HỮU PHƯƠNG TIỆN TẠI CÁC QUỐC GIA

Nguồn: BVSC tổng hợp



TƯƠNG QUAN GIỮA GDP PER CAP VÀ TỶ LỆ THÂM NHẬP BẢO HIỂM SỨC KHỎE QUA CÁC NĂM

Nguồn: Cục giám sát bảo hiểm, BVSC – Đơn vị: Triệu



Tổng quan doanh nghiệp

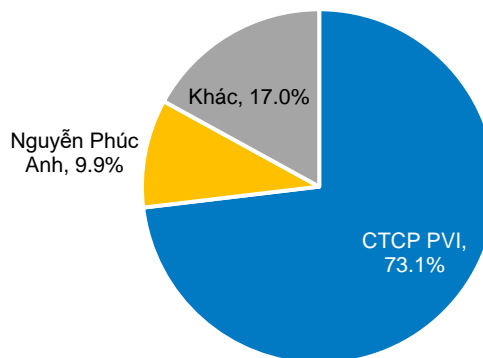
Tổng công ty Cổ phần Tái bảo hiểm PVI – công ty con của PVI Holdings được thành lập vào tháng 7/2011, với vốn điều lệ là 460 tỷ VNĐ. Công ty được đánh giá đạt mức tín nhiệm B++ bởi tổ chức xếp hạng quốc tế uy tín bậc nhất thế giới A.M Best. Hoạt động kinh doanh chính của công ty là kinh doanh nhận, nhượng tái bảo hiểm các nghiệp vụ bảo hiểm phi nhân thọ và hoạt động đầu tư tài chính theo quy định của pháp luật.

Cơ cấu cổ đông

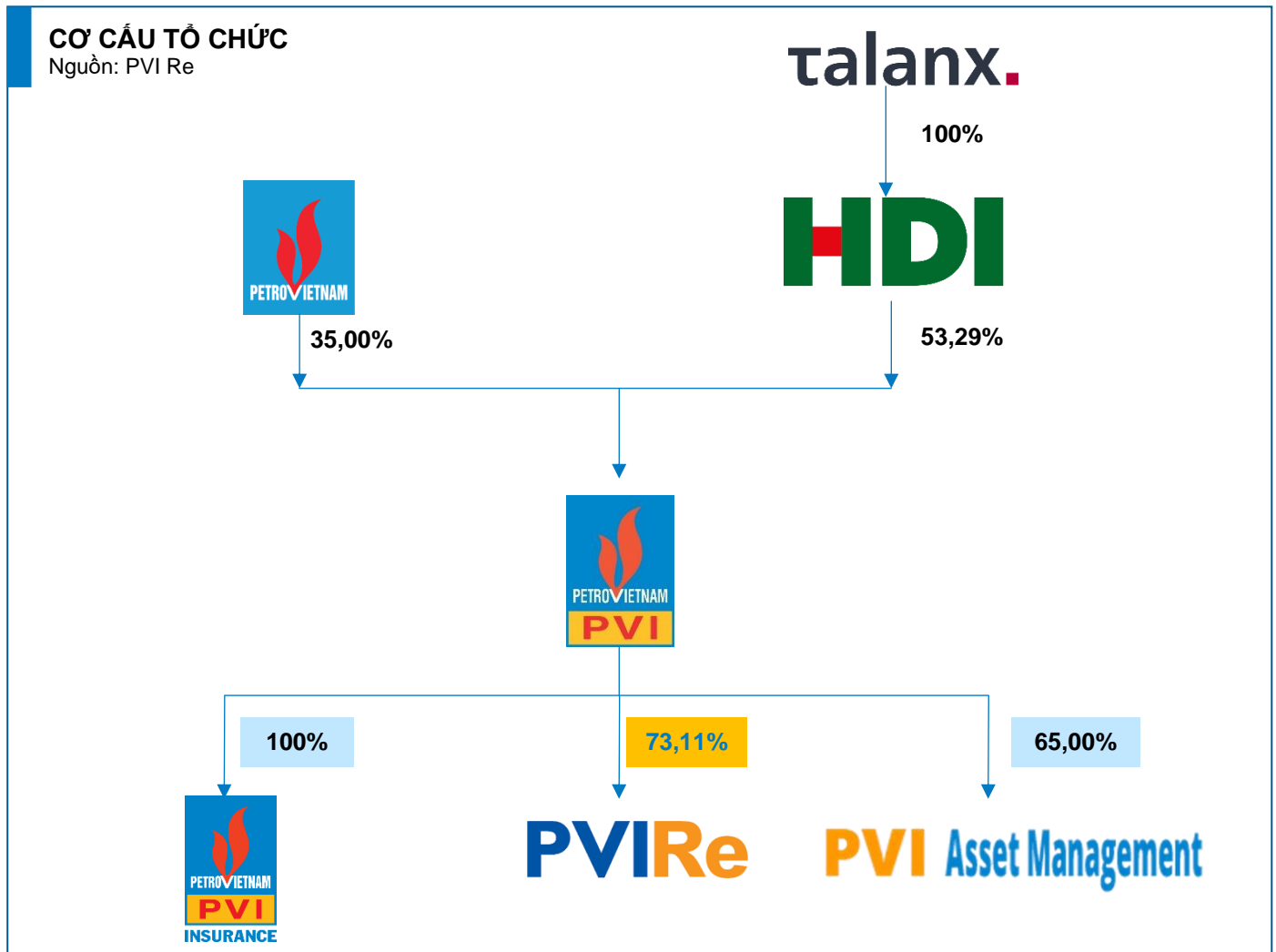
Hiện tại, PVI Holdings đang là cổ đông lớn nhất của PVI Re với 73,1% cổ phần.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Nguồn: PVI Re



Tuy vậy, trong thời gian sắp tới, tỷ lệ nắm giữ của PVI Holdings có thể sẽ giảm xuống 51% khi công ty thực hiện tăng vốn.



Chiến lược kinh doanh

Tuy chỉ mới hoạt động được gần 10 năm, nhưng PVI Re đã khẳng định vị thế và năng lực của mình. Với định hướng phát triển hiệu quả, bền vững; đi đôi với đảm bảo năng lực tái bảo hiểm an toàn, PVI Re đang và sẽ hoạt động theo một chiến lược xuyên suốt:

- Trong ngắn hạn, tiếp tục tập trung khai thác các nghiệp vụ có thể mạnh như bảo hiểm tài sản, bảo hiểm kỹ thuật và bảo hiểm thân tàu. Bên cạnh đó, sau khi tăng vốn, PVI Re sẽ gia tăng tỷ lệ đóng góp doanh thu của các nghiệp vụ bán lẻ có tốc độ tăng trưởng cao như bảo hiểm sức khỏe, bảo hiểm xe cơ giới.
- Trong trung và dài hạn, mục tiêu của PVI Re là đa dạng hóa tập khách hàng và danh mục sản phẩm, đồng thời cố gắng nâng cao năng lực tài chính để vươn ra thị trường quốc tế. Điều này không chỉ giúp gia tăng doanh thu bảo hiểm, mà còn giúp phân tán rủi ro, đảm bảo hoạt động ổn định của doanh nghiệp.

Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, chúng tôi nhận thấy hoạt động của PVI Re là tương đối thận trọng khi không chấp nhận đánh đổi để tăng trưởng doanh thu bằng mọi giá, mà quan trọng nhất là phát triển hiệu quả, bền vững, đảm bảo đem lại lợi ích lâu dài cho khách hàng, đối tác và cổ đông. Hoạt động kinh doanh sẽ đảm bảo phù hợp với mức độ tăng trưởng vốn và tăng trưởng chung của thị trường. Chúng tôi cho rằng đây là chiến lược hoạt động đúng đắn trong một ngành đặc thù như bảo hiểm với nhiều rủi ro không thể biết trước, đảm bảo cho khả năng hoạt động liên tục của doanh nghiệp.

Vị thế doanh nghiệp trong ngành

Nhìn chung thị trường tái bảo hiểm trong nước vẫn đang được nắm giữ phần lớn bởi những doanh nghiệp nước ngoài, với 83% thị phần trong năm 2019. Doanh nghiệp nội địa duy nhất bên cạnh PVI Re là Tổng công ty Tái bảo hiểm Việt Nam (VNR) được thành lập từ năm 1994. Hiện tại 2 công ty đều có mức xếp hạng tín nhiệm như nhau. Trong năm 2019, PVI Re chiếm 7% thị phần tái bảo hiểm trong nước.

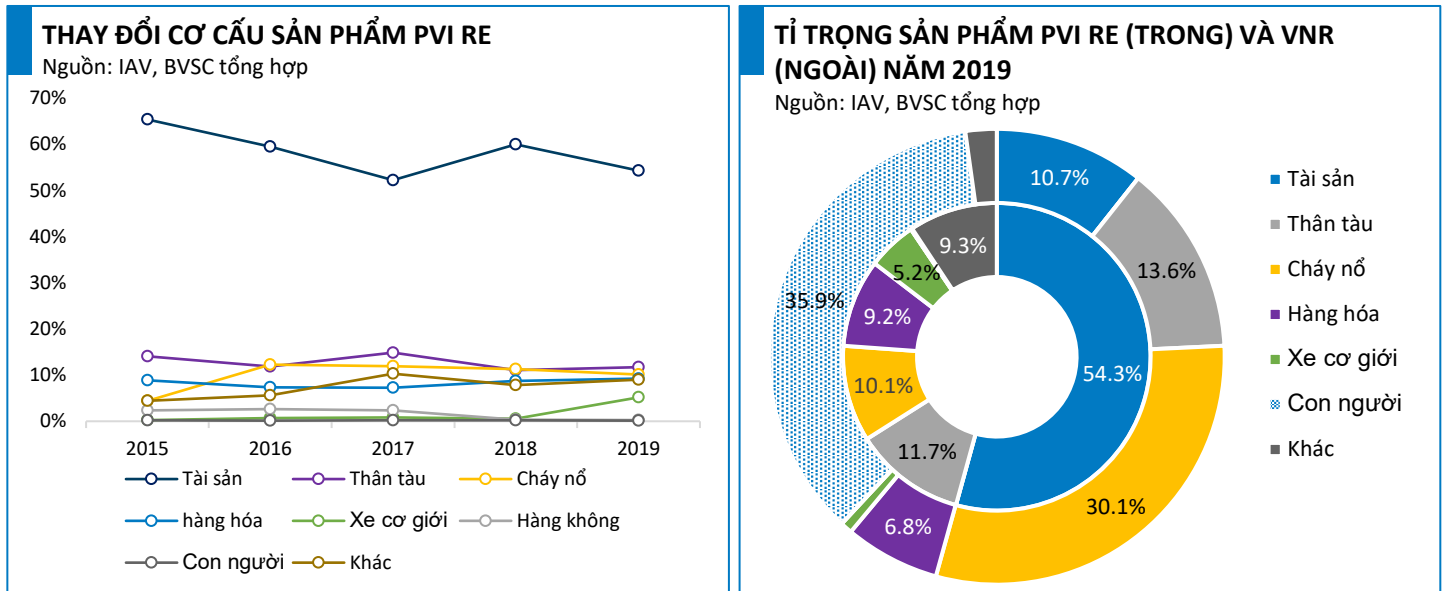
Chỉ tiêu (đv: tỷ VNĐ)	PVI Re	Vinare
Năm thành lập	2011	1994
Số lượng nhân viên	41	101
Vốn điều lệ	728	1.311
Vốn chủ sở hữu	860	2.921
Tổng tài sản	4.490	6.773
Doanh thu phí nhận tái	1.513	2.221
<i>Lợi nhuận hoạt động kinh doanh TBH</i>	170	332
<i>Lợi nhuận đầu tư tài chính</i>	48	31
Lợi nhuận trước thuế	123	288
Tỷ lệ kết hợp	89%	97%
ROE	17%	10%
Tỷ lệ trả cổ tức	16%	20%
Cổ đông lớn	PVI :73,11%	SCIC: 40,36% Swiss Re: 25% BVH: 9,18%

Cơ cấu danh mục sản phẩm

Chiếm lớn nhất trong danh mục sản phẩm nhận tái của PVI Re trong năm 2019 là bảo hiểm tài sản - kĩ thuật (chiếm 54,3%), do nhận tái từ PVI Insurance. Xếp sau đó là bảo hiểm than dầu, bảo hiểm cháy nổ và bảo hiểm hàng hải, lần lượt với tỉ trọng doanh thu là 11,7%/10,1%/9,2%. Tuy vậy, nằm trong định hướng phát triển chung của tập đoàn, PVI Re đang hướng đến việc đa dạng hóa nguồn doanh thu nhận tái thông qua gia tăng tỉ trọng bán lẻ (bảo hiểm con người, xe cơ giới). Điều đó khiến tỉ trọng nhận tái bảo hiểm xe cơ giới tăng từ 0,5% trong năm 2018 lên 5,2% trong năm 2019.

Trong khi đó, bắt đầu từ năm 2018, VNR bắt đầu tham gia vào nhận tái bảo hiểm con người, nâng dần tỉ trọng đóng góp trong doanh thu lên mức 35,9% trong

năm 2019 (đạt 797 tỷ VNĐ, +75,9%yoy). BVSC cho rằng nghiệp vụ bán lẻ còn rất nhiều dư địa để khai thác do tốc độ tăng trưởng cao, trong khi phần lớn doanh thu phí hiện tại đang được nhượng tái ra nước ngoài. Do đó, PVI Re đang lên kế hoạch tăng vốn điều lệ thêm 316 tỷ VNĐ trong năm 2021 nhằm tăng năng lực tài chính để có thể nhận tái các nghiệp vụ nhiều tiềm năng này.



Hiệu quả hoạt động ổn định

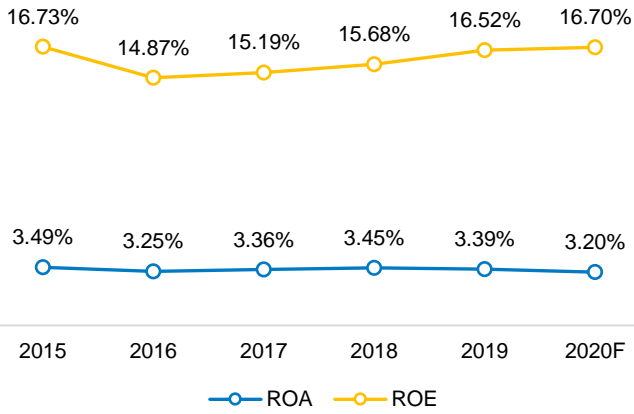
Bắt đầu từ năm 2015, PVI Re thực hiện điều chỉnh, tái cấu trúc nguồn doanh thu. Cụ thể, công ty giảm doanh thu nhận từ nước ngoài khi nhận thấy không có hiệu quả (tại thời điểm đó xếp hạng của PVI Re chỉ là B+ gặp hạn chế trong việc tiếp cận các dịch vụ chất lượng).

Kết quả kinh doanh					
	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh thu nhận tái bảo hiểm	1.579	1.353	1.278	1.216	1.513
Tăng trưởng DT nhận tái	2,3%	-14,3%	-5,5%	-4,8%	24,4%
Lợi nhuận trước thuế	154	138	151	155	170
Tăng trưởng LNTT	29,4%	-10,4%	9,4%	2,6%	9,7%

Mặc dù tăng trưởng doanh thu phí không tăng trưởng tốt, nhưng PVI Re vẫn giữ được mức sinh lời ấn tượng nhờ **(1)** lợi tức đầu tư tài chính cao hơn so với các doanh nghiệp trong ngành, **(2)** tỉ lệ kết hợp được duy trì ổn định ở mức thấp hơn nhiều so với ngành.

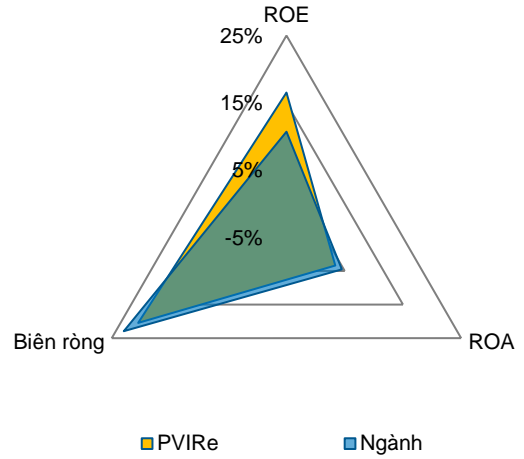
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Nguồn: BVSC



SO SÁNH PVI RE VỚI NGÀNH

Nguồn: BVSC

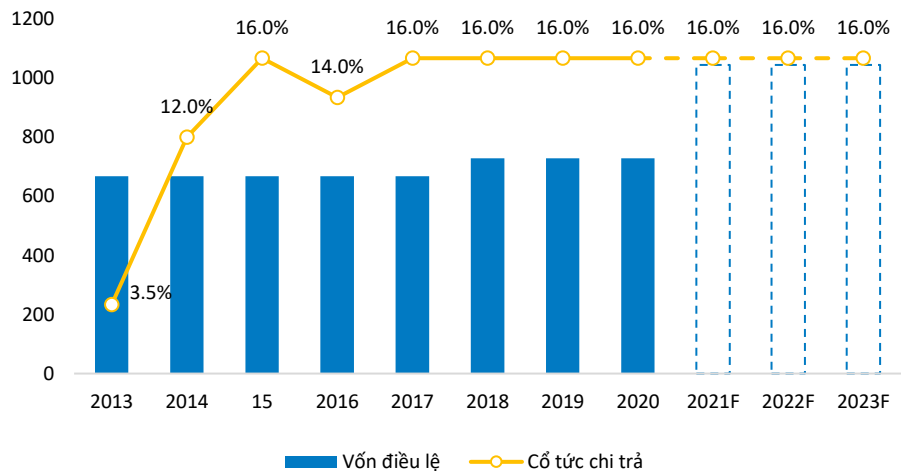


Tỷ lệ chi trả cổ tức cao

Hiệu quả kinh doanh tốt cùng nền tảng tài chính vững vàng giúp PRE luôn duy trì được tỷ lệ chi trả cổ tức cao và ổn định qua các năm. Với triển vọng kinh doanh như hiện tại, BVSC cho rằng PRE có thể duy trì được tỷ lệ chi trả cổ tức 16% trong 2-3 năm tới.

TỶ LỆ CHI TRẢ CỔ TỨC

Nguồn: PVI Re



Phân tích SWOT

<p style="text-align: center;">S</p> <p style="text-align: center;">STRENGTHS</p>	<p style="text-align: center;">W</p> <p style="text-align: center;">WEAKNESSES</p>	<p style="text-align: center;">O</p> <p style="text-align: center;">OPPORTUNITIES</p>	<p style="text-align: center;">T</p> <p style="text-align: center;">THREATS</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Hệ thống quản trị doanh nghiệp hiện đại, minh bạch, đạt tiêu chuẩn quốc tế theo HDI & PVI. ▶ Quan hệ tốt với thị trường TBH trong nước và quốc tế. ▶ Rating B++. ▶ Đội ngũ lãnh đạo giàu kinh nghiệm. ▶ Đội ngũ kinh doanh năng động và có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực. ▶ Hệ thống công nghệ thông tin hiện đại. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Vốn thấp khiến năng lực nhận TBH còn hạn chế ▶ Xếp hạng B++ khiến PRE còn gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận với các hợp đồng nhận tái bảo hiểm nước ngoài có chất lượng tốt. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Nhu cầu Tái bảo hiểm trên thế giới vẫn tiếp tục tăng trưởng. Giá phí TBH có xu hướng tăng cao trong giai đoạn 2021-2025. ▶ Thị phần của các nhà tái bảo hiểm trong nước ở thị trường Việt Nam vẫn ở mức thấp. ▶ Nền kinh tế vĩ mô của Việt nam ổn định, triển vọng phát triển bền vững. Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ được dự báo tăng trưởng ở mức 2 chữ số, đặc biệt là các nghiệp vụ bán lẻ. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Lãi suất duy trì ở mức thấp có thể ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư tài chính của doanh nghiệp. ▶ Sự cạnh tranh lớn với những doanh nghiệp tái bảo hiểm nước ngoài tại thị trường Việt Nam. ▶ Tồn thất có xu hướng gia tăng do biến đổi khí hậu, trực lợi bảo hiểm

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Đỗ Long Khánh** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtiendung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, Bất động sản, Cao su tự nhiên

tranphuongthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dung, Tài chính, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ thông tin, Cảng biển

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dung, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chuyên viên chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888