

Khuyến nghị **MUA** **TCT CỔ PHẦN TÁI BẢO HIỂM PVI (HNX: PRE)**
TƯƠNG LAI NGÀNH TÁI BẢO HIỂM

| | | | | | |
|---------------------------|--------------|---------------------------|------------|-----------------------|-------|
| Giá hiện tại: | 19,900 | Ngày viết báo cáo: | 25/12/2020 | Cơ cấu cổ đông | |
| Giá mục tiêu: | 22,000 | Cổ phiếu lưu hành (Triệu) | 72.8 | PVI HOLDINGS | 73.1% |
| Tỷ suất cổ tức | 8.0% | Giá tham chiếu lên sàn | 20,000 | NGUYỄN PHÚC ANH | 9.9% |
| Tiềm năng tăng giá | 18.6% | Vốn hóa (tỷ) | 1,456 | Khác | 18.0% |
| | | Sở hữu nước ngoài | 0.03% | | |

Chuyên viên phân tích:

Vương Chí Tâm, FRM
 (Ngân hàng, Dịch vụ tài chính)
tamvc@bsc.com.vn

Định giá

- BSC khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PRE với giá mục tiêu **22,000 đồng/cp** cho năm 2021 dựa trên phương pháp P/B = 1.7x.

Dự báo kết quả kinh doanh

- Năm 2020, DT từ hoạt động bảo hiểm ước đạt 809 tỷ đồng (+17.7% yoy), LNTT đạt 183 tỷ đồng (+7.4% yoy), tương đương BVPS ở mức 12,189 đồng/cp.
- Năm 2021, BSC dự báo DT từ hoạt động bảo hiểm ước đạt 912 tỷ VND (+12.7% yoy), LNTT đạt 201 tỷ đồng (+9.9% yoy) với giả định: Thu phí bảo hiểm tăng trưởng 5.3% YoY. Lợi suất đầu tư gộp và lợi suất đầu tư ròng của các tài sản đầu tư lần lượt là 8.3% và 8.1%. Tỷ lệ kết hợp là 89.4%, tỷ lệ tổn thất là 46%, tỷ lệ chi phí là 43.3%.

Luận điểm đầu tư

- Thị trường tái bảo hiểm dự kiến tiếp tục tăng trưởng 10% - 15%/năm theo đà tăng trưởng ngành bảo hiểm phi nhân thọ.
- PRE là một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực tái bảo hiểm,
- PRE hoạt động hiệu quả với tỷ lệ kết hợp tốt hơn hầu hết các doanh nghiệp khác trong ngành.

Rủi ro đầu tư

- Lãi suất thời gian tới có thể sẽ được giảm về mức trung bình 1 năm VNIBOR ~5.5%, ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận tài chính của DN.
- Dịch Covid-19 diễn biến phức tạp khiến lĩnh vực bảo hiểm tài sản, kỹ thuật có thể không có tốc độ tăng trưởng mạnh.



Tổng Công ty Cổ phần Tái Bảo hiểm PVI (HNX: PRE) được thành lập năm 2011, trực thuộc PVI Holdings. Năm 2013, PRE thực hiện cổ phần hóa dưới mô hình Tổng Công ty cổ phần với 66.8 triệu cổ phiếu. Doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tái bảo hiểm, trong đó Bảo hiểm tài sản và Bảo hiểm kỹ thuật đang chiếm tỷ trọng lớn nhất trong Cơ cấu phí nhận tái bảo hiểm của Công ty.

| Chỉ tiêu | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| TL kết hợp | 80.4% | 85.3% | 89.3% | 89.6% |
| TL chi phí | 46.5% | 49.6% | 51.5% | 48.3% |
| TL tổn thất | 33.8% | 35.7% | 37.8% | 41.3% |
| ROE (%) | 3% | 3% | 3% | 3% |
| ROA (%) | 15% | 15% | 16% | 17% |

| KQKD | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E |
|------|--------|--------|--------|--------|
| DTT | 601 | 588 | 687 | 809 |
| LNG | 108 | 85 | 74 | 90 |
| LNST | 117 | 126 | 141 | 151 |
| BVPS | 11,567 | 11,817 | 12,189 | 12,756 |

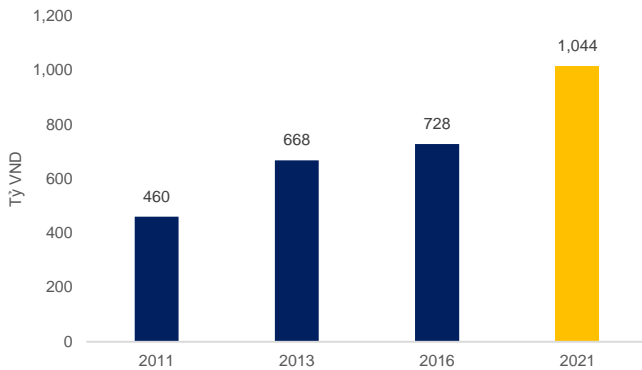
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tổng Công ty Cổ phần Tái Bảo hiểm PVI (HNX: PRE) - thuộc PVI Holdings - là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tái bảo hiểm. PRE dự kiến sẽ bắt đầu giao dịch trên sàn HNX kể từ ngày 24/12/2020 với giá tham chiếu 20,000 đồng/CP. Với mức giá trên, PRE được định giá gần 1,500 tỷ đồng.

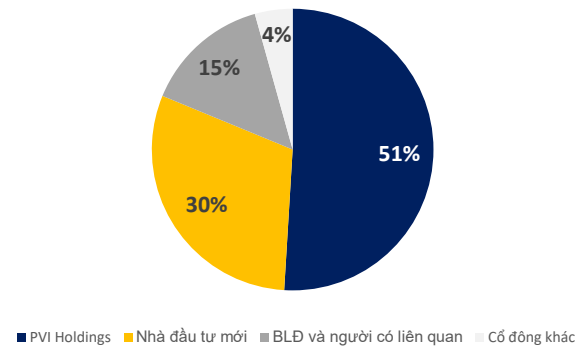
LỊCH SỬ TĂNG VỐN

Năm 2021, PRE có kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 1,044 tỷ đồng bằng cách chào bán công khai ra công chúng nhằm (1) nâng cao tỷ lệ giữ lại, (2) nâng mức xếp hạng tín nhiệm lên A- và (3) phát triển nhận tái bảo hiểm nước ngoài.

Hình 1: Lịch sử tăng vốn của PRE



Hình 2: Cơ cấu cổ đông PRE sau tăng vốn



Nguồn: PRE, BSC Research

CƠ CẤU DOANH THU – BẢO HIỂM TÀI SẢN VÀ KỸ THUẬT (49.6%)

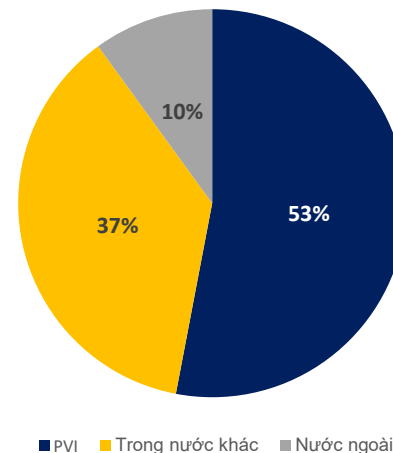
PVIRE hiện tham gia tái bảo hiểm tất cả các loại sản phẩm trên thị trường, trong đó **Bảo hiểm tài sản và Bảo hiểm kỹ thuật là hai phân khúc sản phẩm chiếm tỷ trọng lớn nhất** trong cơ cấu phí nhận tái bảo hiểm của Công ty. Doanh thu liên quan đến PVI chiếm 53% doanh thu của PRE.

Phí nhận tái bảo hiểm từ thị trường quốc tế của PRE đang chiếm tỉ trọng nhỏ, tuy nhiên, Công ty có định hướng sẽ nâng cao trong tương lai nhằm đa dạng hóa danh mục kinh doanh.

Bảng 1: Cơ cấu phí nhận tái bảo hiểm PRE 2019

| Nghiệp vụ | Giá trị (Tỷ VND) | % |
|--------------------------|------------------|-------------|
| Bảo hiểm tài sản | 498.1 | 32.9% |
| Bảo hiểm kỹ thuật | 252.2 | 16.7% |
| Bảo hiểm thân tàu và P&I | 177.5 | 11.7% |
| Bảo hiểm cháy nổ | 153.1 | 10.1% |
| Bảo hiểm khác | 142.7 | 9.4% |
| Bảo hiểm hàng hóa | 139.8 | 9.3% |
| Bảo hiểm xe cơ giới | 78.3 | 5.2% |
| Bảo hiểm năng lượng | 64.7 | 4.3% |
| Bảo hiểm hàng không | 4 | 0.3% |
| Bảo hiểm con người | 2.1 | 0.1% |
| Tổng cộng | 1,513 | 100% |

Hình 3: Phần lớn doanh thu của PRE từ thị trường nội địa



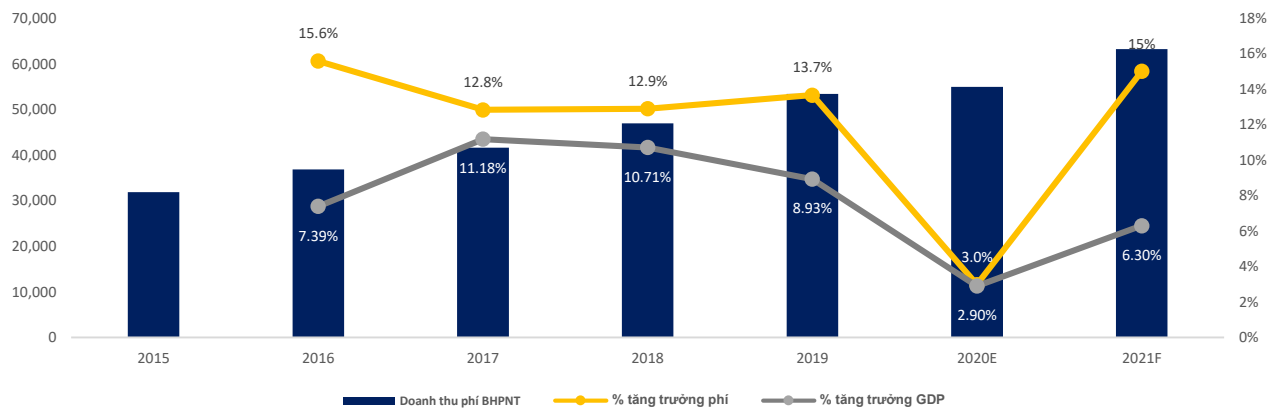
Nguồn: PRE, BSC Research

TỔNG QUAN NGÀNH

NGÀNH BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ - CẠNH TRANH CAO

Lũy kế 10T/2020, thị trường Bảo hiểm phi nhân thọ (BHPNT) tăng trưởng +5.1% YoY. Theo Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam, doanh thu thị trường BHPNT trong 10T2020 ước đạt 45,802 tỷ đồng (+5.1% yoy). Dịch Covid-19 tác động tiêu cực đến hoạt động GTVT và thương mại, qua đó, làm sụt giảm nhu cầu về BHPNT trong năm 2020. Tuy nhiên, việc khống chế dịch thành công cũng giúp cho nền kinh tế Việt Nam phục hồi nhanh hơn trong năm 2021. Vì vậy, BSC cho rằng ngành BHPNT sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2020 nhưng sẽ tăng mạnh trở lại kể từ năm 2021.

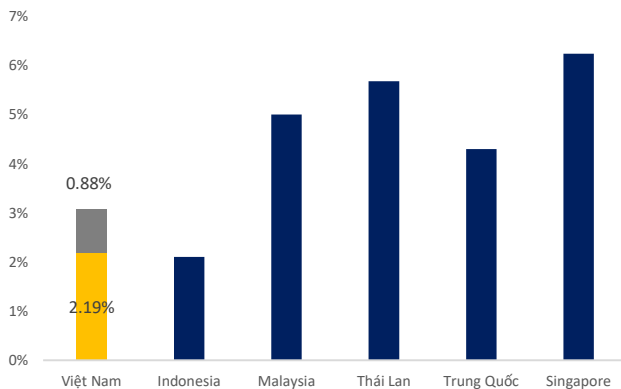
Hình 4: Tăng trưởng doanh thu phí BHPNT gắn liền với tăng trưởng kinh tế



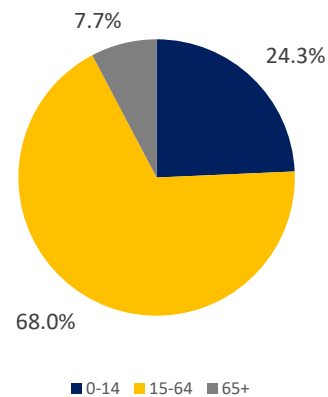
Nguồn: Tổng cục thống kê, Niên giám Bảo hiểm, BSC Research

Ngành BHPNT Việt Nam vẫn có nhiều tiềm năng tăng trưởng do (1) cơ cấu dân số độ tuổi lao động chiếm gần 70% và tăng trưởng GDP 6-7%/năm và (2) tỷ lệ sử dụng BHPNT tại Việt Nam ở mức khá thấp (0.88% so với mức trung bình 3-4% trong khu vực). Theo dự báo của BSC, doanh thu phí BHPNT năm 2020 đạt mức 55,000 tỷ đồng (+3.0% yoy) do ảnh hưởng của dịch Covid-19. Sang năm 2021, BSC kỳ vọng nền kinh tế hồi phục sẽ giúp cho nhu cầu BHPNT quay trở lại mức tăng trưởng 10-15% như giai đoạn 2015-2019, tương ứng doanh thu phí đạt 60-63 nghìn tỷ đồng.

Hình 5: Tỷ lệ thâm nhập ngành BH của Việt Nam ở mức thấp so với các quốc gia trong khu vực



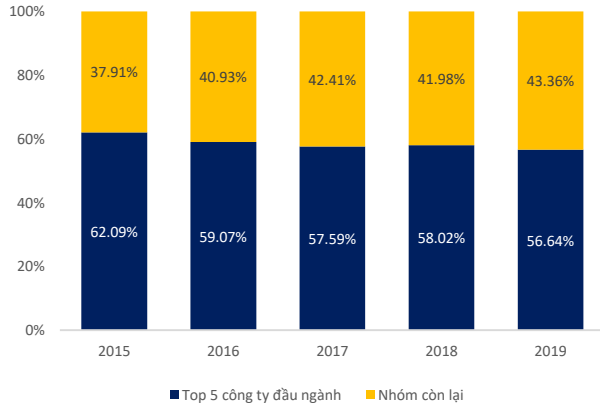
Hình 6: Cơ cấu dân số trong độ tuổi lao động ở mức cao



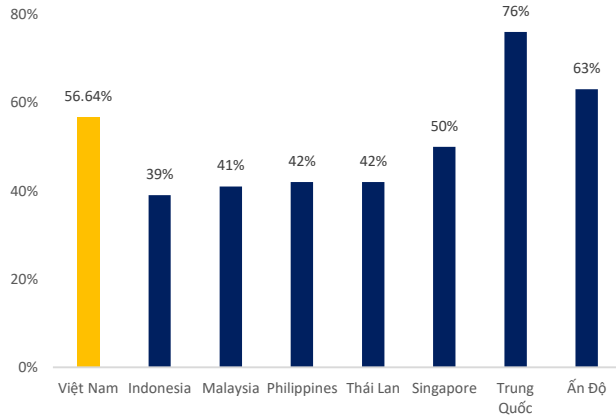
Nguồn: Niên giám Bảo hiểm, Swiss Re, BSC Research

Thị phần của 5 công ty đầu ngành tiếp tục suy giảm. Thị phần doanh thu phí của top 5 (gồm có PVI, Bảo Việt, Bảo Minh, PTI và PJICO) suy giảm đáng kể do sức ép cạnh tranh nhằm gia tăng thị phần từ phía các DN mới và các DN đầu ngành hướng đến mục tiêu lợi nhuận và phát triển thận trọng hơn. BSC cho rằng, tổng thị phần của các DN đầu ngành **có thể tiếp tục giảm xuống dưới mức 50% trong thời gian tới**, tương tự như tại các thị trường khác tại Châu Á.

Hình 7: Thị phần 5 công ty đầu ngành giảm dần



Hình 8: Thị phần top 5 công ty BHPNT tại các nước

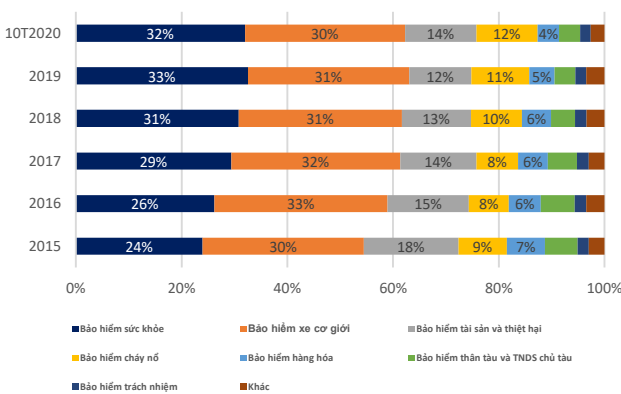


Nguồn: Niên giám Bảo hiểm, BSC Research

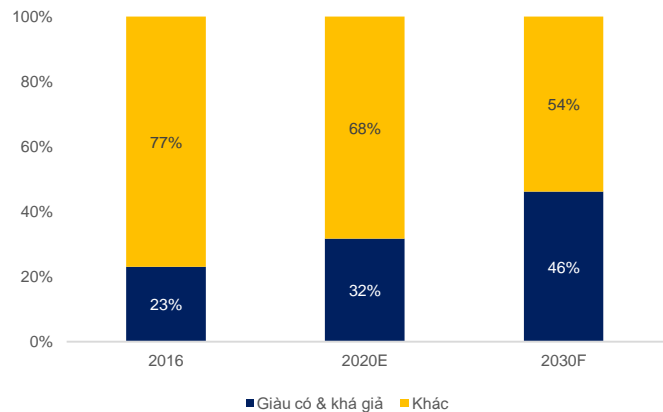
Phân khúc khách hàng cá nhân chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu sản phẩm BHPNT. Tỷ trọng sản phẩm bảo hiểm sức khỏe và xe cơ giới chiếm trên 30% cơ cấu sản phẩm cho thấy sản phẩm BHPNT thâm nhập khá tốt vào thị trường KH cá nhân. BSC cho rằng **phân khúc bảo hiểm sức khỏe có thể tăng trưởng và tiến tới mốc 35-40% cơ cấu sản phẩm BHPNT trong thời gian tới** do:

- (1) Tình hình dịch bệnh phức tạp và kéo dài khiến người dân mua các sản phẩm bảo hiểm sức khỏe để phòng ngừa rủi ro nhiều hơn;
- (2) Tầng lớp trung lưu phát triển nhanh chóng (hiện chiếm 13% dân số) với nhận thức tăng cao về bảo hiểm cũng đẩy mạnh nhu cầu sử dụng bảo hiểm sức khỏe.

Hình 10: BH sức khỏe & xe cơ giới chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu sản phẩm



Hình 11: Tầng lớp giàu có & khá giả tăng mạnh trong 10 năm tới

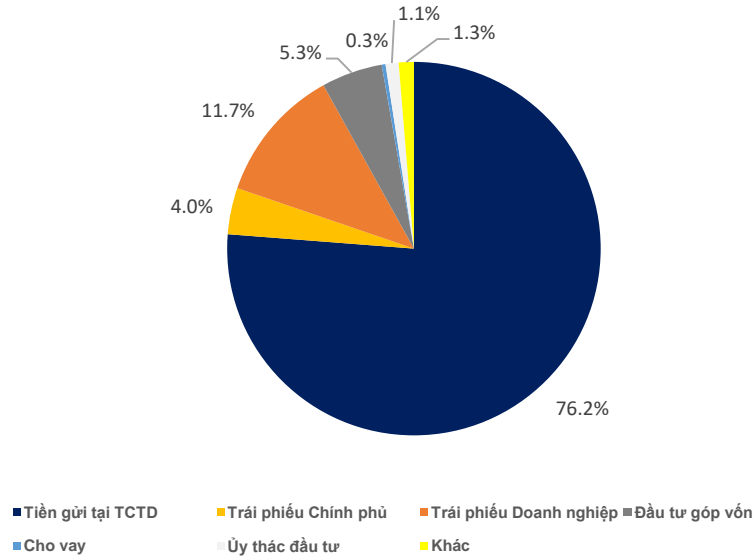


Nguồn: Hiệp hội Bảo hiểm, BSC Research

Hoạt động đầu tư của DN BHPNT tập trung vào tiền gửi với tỷ trọng cao nhằm đáp ứng tính thanh khoản và nhu cầu bồi thường. Theo dự báo của BSC, **mặt bằng lãi suất trong thời gian tới có thể tiếp tục duy trì ở mức trung bình 1 năm VNIBOR khoảng 5.5%, giảm 1.3% so với mức đầu năm 2020.** Do vậy, lợi nhuận tài chính

2021 của các DN trong ngành sẽ chịu ảnh hưởng đáng kể do các khoản tiền gửi trong năm 2020 sẽ hưởng mức lãi suất thấp hơn so với các năm trước đó.

Hình 12: Lợi nhuận tài chính phụ thuộc chủ yếu vào tiền gửi tại các TCTD

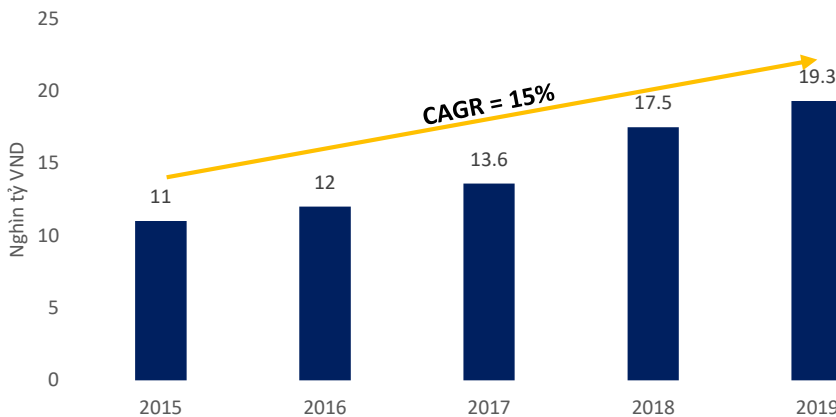


Nguồn: Niên giám Bảo hiểm, BSC Research

THỊ TRƯỜNG TÁI BẢO HIỂM – TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG LỚN

Quy mô thị trường tái bảo hiểm đạt mức tăng trưởng mạnh +15% CAGR 2015-2019. Vì mức trách nhiệm doanh nghiệp bảo hiểm có thể giữ lại trên mỗi rủi ro/mỗi tổn thất riêng lẻ là không quá 10% vốn chủ sở hữu nên nhờ xu hướng gia tăng nhu cầu các sản phẩm bảo hiểm, thị trường tái bảo hiểm đã đạt mức tăng trưởng ấn tượng **+15% CAGR 2015-2019**. BSC kỳ vọng thị trường tái bảo hiểm sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức 10%-15% trong tương lai nhờ xu hướng gia tăng nhu cầu các sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ.

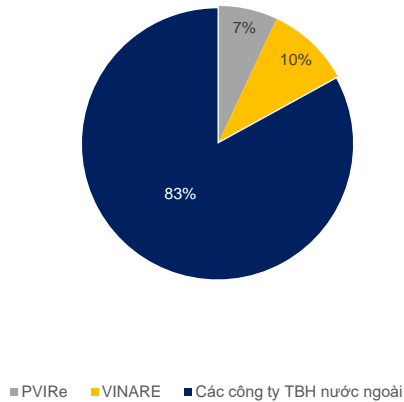
Hình 12: Thị trường tái bảo hiểm tăng trưởng mạnh mẽ



Nguồn: BSC Research

PRE và VINARE – 2 công ty tái bảo hiểm duy nhất ở Việt Nam đang chiếm tổng 17% thị phần. Với đặc điểm quy mô nhỏ không thể đảm nhận các hợp đồng giá trị lớn, tỷ lệ giữ lại thấp, PRE và VINARE chỉ chiếm lần lượt 7% và 10% thị phần, 83% thị phần còn lại thuộc về các công ty tái bảo hiểm nước ngoài. Trong bối cảnh nhiều công ty tái bảo hiểm trên thế giới gặp khó khăn, phá sản, hạ mức xếp hạng vì COVID-19 và PRE, VINARE thành công trong việc duy trì xếp hạng tín nhiệm ở mức B++ (Tốt) và PRE, VINARE có cơ hội sớm được nâng hạng tín nhiệm A-, BSC đánh giá 2 công ty tái bảo hiểm Việt Nam sẽ có cơ hội gia tăng thị phần trong tương lai. Một số chỉ tiêu so sánh PRE và VINARE được thể hiện dưới bảng sau::

Hình 13: PVIRE và VINARE còn nhiều dư địa để tăng trưởng thị phần



Bảng 2: So sánh PRE và VINARE

| | PRE | VINARE |
|---------------------------|---|--|
| Vốn chủ sở hữu | 860 | 2,921 |
| Tỷ lệ kết hợp (%) | 89% | 97% |
| Tỷ lệ Lãi đầu tư/Tổng lãi | 72% | 90% |
| Rating | - Năng lực tài chính: B++ - Năng lực tín dụng: bbb | - Năng lực tài chính: B++ - Năng lực tín dụng: bbb+ |

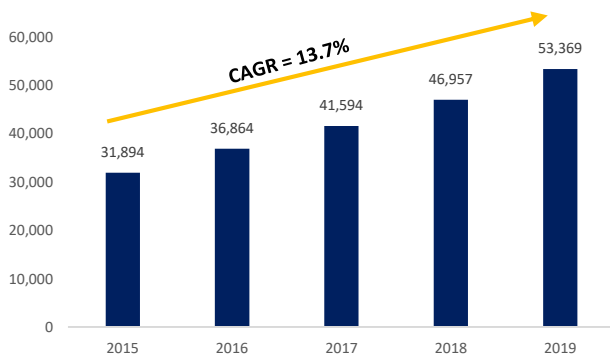
Nguồn: PRE, BSC Research

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

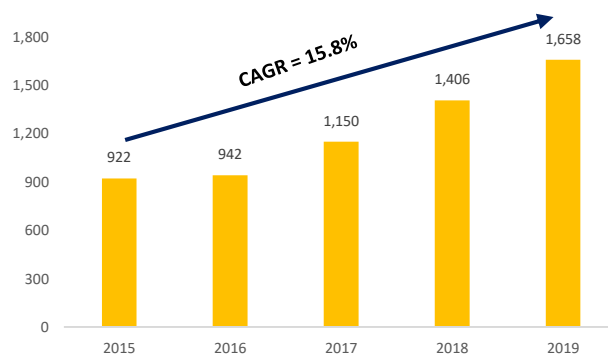
LUẬN ĐIỂM 1: Thị trường tái bảo hiểm dự kiến tiếp tục tăng trưởng 10% - 15%/năm theo đà tăng trưởng ngành bảo hiểm phi nhân thọ

Doanh thu phí bảo hiểm ngành bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng trung bình 13.7%/năm trong giai đoạn 2015-2019, cao hơn mức tăng trưởng GDP Việt Nam cùng kỳ là 6.8%/năm. Cùng với đó, phí bảo hiểm bình quân đầu người tăng bình quân 15.8%.

Hình 14: Doanh thu phí BH PNT tăng trưởng CAGR 13.7%/năm (đơn vị: tỷ đồng)



Hình 15: Phí BH PNT bình quân đầu người tăng trưởng CAGR 15.8%/năm (đơn vị: nghìn đồng)



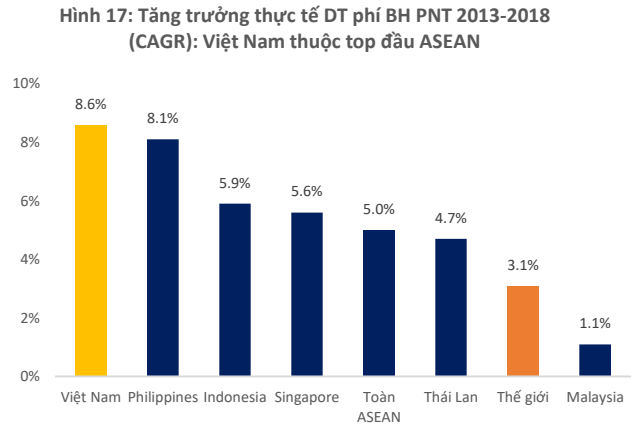
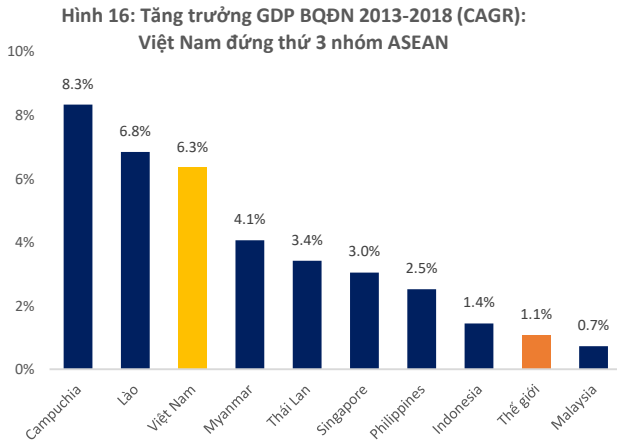
Nguồn: Niên giám thống kê, BSC tổng hợp

Mức tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ của Việt Nam thuộc hàng cao nhất Đông Nam Á, chủ yếu là nhờ:

- (1) *Tăng trưởng kinh tế mạnh*, tầng lớp trung lưu ngày càng giàu có hơn (GDP bình quân đầu người của Việt Nam tăng bình quân 6.3%/năm giai đoạn 2013-2018, đứng thứ 3 khu vực ASEAN)
- (2) *Những thay đổi tích cực của khung khổ pháp lý trong vấn đề bảo hiểm bắt buộc* thúc đẩy sự tăng trưởng một số mảng bảo hiểm như:
 - Bảo hiểm sức khỏe tăng trưởng bình quân 27%/năm trong 10 năm 2009-2019
 - Bảo hiểm xe cơ giới tăng trưởng bình quân 18%/năm trong 10 năm 2009-2019

- Bảo hiểm cháy nổ tăng trưởng 30% trong năm 2019

(3) *Gia tăng doanh số bán bảo hiểm tai nạn cá nhân qua kênh ngân hàng.*



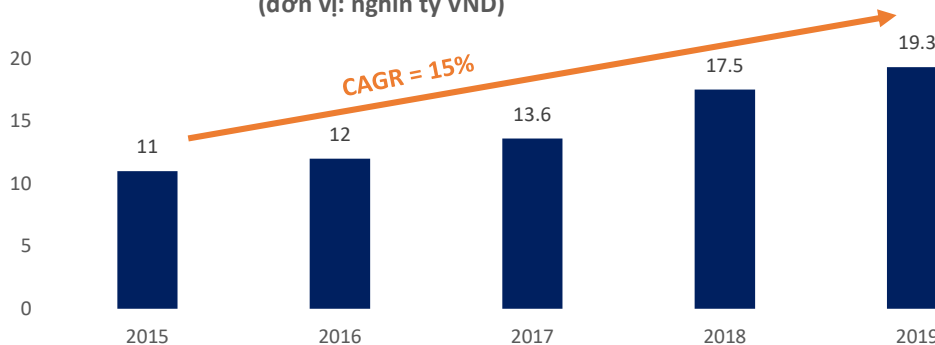
Nguồn: The World Bank data, Swiss Re sigma data, BSC tổng hợp

Trong khi đó, **tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm phi nhân thọ của thị trường Việt Nam vẫn ở mức thấp, năm 2019 chỉ ở mức 0.8% GDP**, so với tỷ lệ thâm nhập toàn khu vực Châu Á – Thái Bình Dương là 2.1%. Điều này cho thấy tiềm năng trưởng của thị trường bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam còn rất lớn.

Cùng với sự phát triển mạnh mẽ của ngành bảo hiểm phi nhân thọ, **doanh thu phí tái bảo hiểm tăng trưởng trung bình 15%/năm trong giai đoạn 2015-2019** do luật Kinh doanh Bảo hiểm quy định mức trách nhiệm tối đa trên mỗi rủi ro/ tổn thất riêng lẻ không quá:

- 5% vốn chủ sở hữu đối với doanh nghiệp bảo hiểm, chi nhánh doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ nước ngoài
- 10% vốn chủ sở hữu đối với doanh nghiệp tái bảo hiểm

Hình 18: Doanh thu phí tái bảo hiểm tăng trưởng CAGR 15%/năm (đơn vị: nghìn tỷ VND)



Nguồn: Niên giám thống kê, BSC tổng hợp

BSC nhận định doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam sẽ còn tiếp tục tăng trưởng 10% - 15%/năm trong giai đoạn tới, nhờ:

- (1) Sự gia tăng của tầng lớp trung lưu làm tăng nhu cầu bảo vệ tài sản cá nhân và sức khỏe (khi mức độ sở hữu tài sản và xe cộ tăng cao)
- (2) Sự chuyển dịch của các công ty FDI từ Trung Quốc sang Việt Nam do căng thẳng thương mại Mỹ-Trung tạo thêm nhiều việc làm, tăng nhu cầu bảo hiểm sức khỏe, tài sản, và bảo hiểm cháy nổ và thiên tai

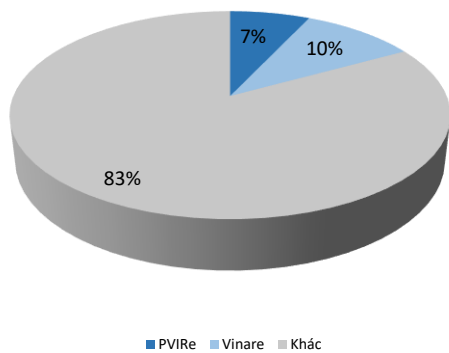
(3) Tỷ lệ thâm nhập thấp cho thấy dư địa phát triển ngành còn rất lớn

Chúng tôi đánh giá đây là mức tăng trưởng hấp dẫn so với toàn thị trường Việt Nam cũng như các thị trường khác trong khu vực. Cùng với đó, **thị trường tái bảo hiểm cũng sẽ hưởng mức tăng trưởng 10% - 15%/năm.**

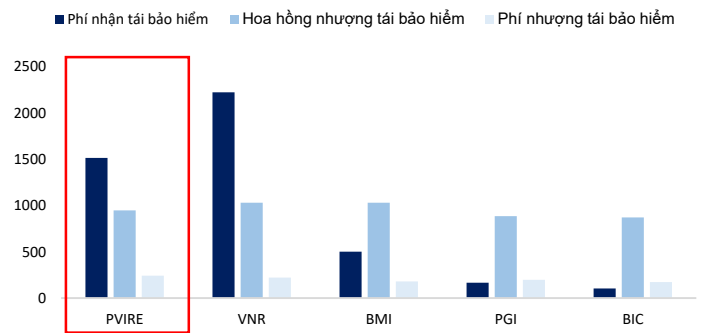
LUẬN ĐIỂM 2: PRE là một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực tái bảo hiểm tại Việt Nam

Tính riêng trong lĩnh vực tái bảo hiểm, **chỉ có 2 công ty ở Việt Nam trực tiếp tham gia tái bảo hiểm** là Tổng CTCP Tái bảo hiểm quốc gia Việt Nam (VNR) và PRE. Trong đó, PRE nắm giữ 7% thị phần, VNR nắm 10%, và 83% còn lại thuộc về các DN tái bảo hiểm của nước ngoài (như Swiss Re, Munich Re). Chúng tôi nhận định rằng, với sự phát triển của thị trường bảo hiểm phi nhân thọ nói chung và tái bảo hiểm nói riêng, **PRE còn rất nhiều dư địa để mở rộng và phát triển, cũng như nâng cao thị phần.**

Hình 21: Thị phần phí nhượng Tái bảo hiểm năm 2019



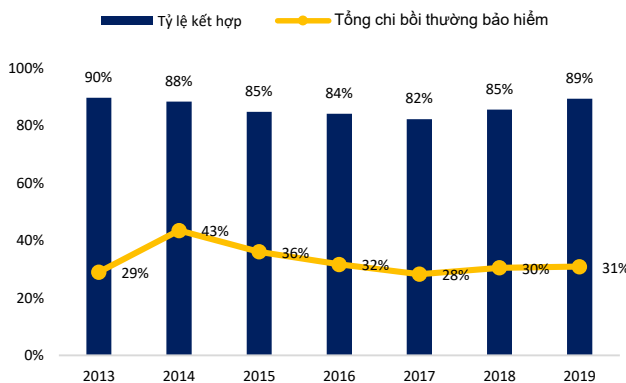
Hình 22: Hoạt động kinh doanh tái bảo hiểm tại một số doanh nghiệp bảo hiểm năm 2019



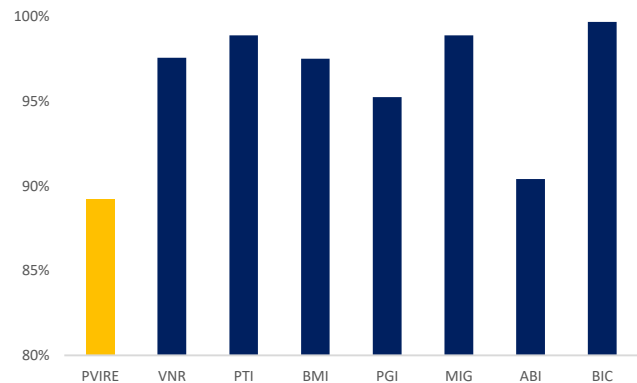
Nguồn: BSC Research

PRE hoạt động hiệu quả hơn hầu hết các doanh nghiệp khác trong ngành. Tỷ lệ kết hợp (Combined ratio) của PRE đang ở mức 89%, thấp hơn so với mức trung bình khoảng 97% của các DN bảo hiểm niêm yết, từ đó giúp công ty có thể duy trì tỷ trọng của thu nhập từ hoạt động cốt lõi tốt hơn. Do công ty luôn duy trì chính sách thận trọng, nên tỷ lệ bồi thường được giữ ở mức ổn định (khoảng 30% tổng doanh thu), giúp cho nghiệp vụ kinh doanh tái bảo hiểm luôn có lãi. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ kết hợp của PRE sẽ tiếp tục duy trì khả quan trong thời gian tới

Hình 23: Tỷ lệ chi bồi thường của PRE ổn định qua các năm



Hình 24: Tỷ lệ kết hợp của PRE thấp hơn đa số các doanh nghiệp cùng ngành



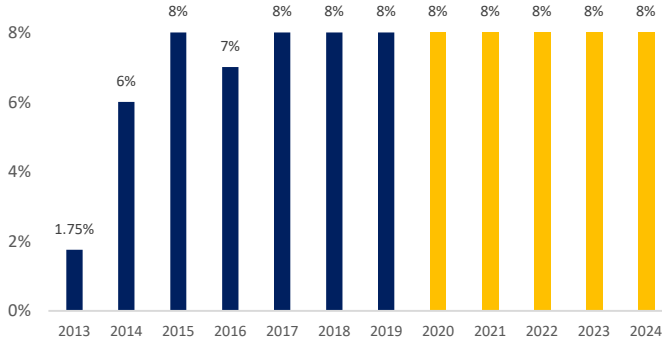
Nguồn: BSC Research

LUẬN ĐIỂM 3: Cổ tức bằng tiền cao và ổn định, kế hoạch trả cổ tức tỉ lệ 16% trong 5 năm tới

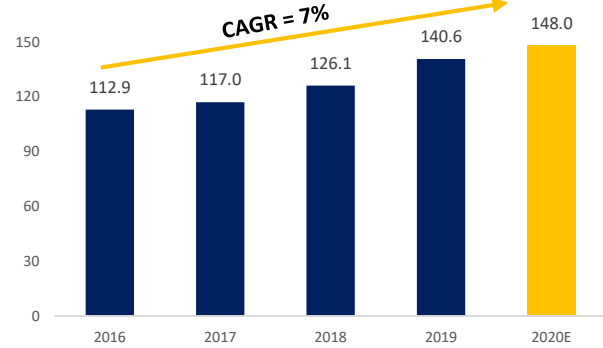
Tính từ thời điểm cổ phần hóa vào tháng 10/2013, **PRE luôn duy trì mức tỷ lệ cổ tức bằng tiền cao và ổn định trên 10%, với 3 năm liên tiếp 2017-2019 trả cổ tức tỷ lệ 16%.** PRE có kế hoạch sẽ duy trì tỷ lệ cổ tức 16% trong 3 năm tới, tương đương với tỷ suất cổ tức 8%/năm dựa theo giá chào sàn dự kiến vào tháng 12/2020 là 20,000 VND.

Với LNST tăng trưởng đều và ổn định, BSC đánh giá khả năng PRE thực hiện được cam kết này là rất cao. Đồng thời chúng tôi cũng nhận định đây là một mức tỷ suất cổ tức hấp dẫn trên thị trường.

Hình 25: Tỷ suất cổ tức cao và ổn định (dựa theo giá chào sàn dự kiến 20,000 VND/cp)



Hình 26: LNST tăng trưởng đều và ổn định (ĐV: tỷ đồng)

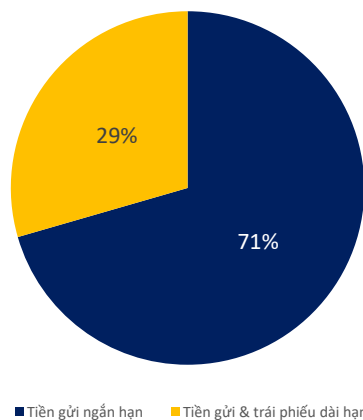


Nguồn: BSC Research

RỦI RO

- (1) Dịch Covid-19 diễn biến phức tạp tại các thị trường nước ngoài khiến cho quá trình phục hồi kinh tế sau dịch gặp nhiều khó khăn. Điều này có thể gây ra rủi ro cho PRE **trong việc phát triển các nghiệp vụ có thể mạnh như bảo hiểm tài sản, kỹ thuật.**
- (2) Lãi suất thời gian tới có thể sẽ được giảm về mức trung bình 1 năm VNIBOR ~5.5%, giảm 1.3% so với mức đầu năm 2020. Do tiền gửi ngắn hạn chiếm hơn 70% danh mục đầu tư tài chính của PRE, BSC dự kiến lợi nhuận tài chính của PRE có thể giảm khoảng 16 tỷ đồng, tương đương 8.8% LNTT dự kiến trong năm 2021. Tuy nhiên, BSC cho rằng PRE sẽ cơ cấu danh mục đầu tư và bổ sung tài sản đầu tư có lãi suất cao hơn tiền gửi ngân hàng (như trái phiếu) trong năm 2021 nhằm giảm thiểu rủi ro này. Do vậy, chúng tôi đánh giá rủi ro này ở mức thấp..

Hình 27: Cơ cấu danh mục ĐTTC của PRE Q2/2020



Nguồn: PRE, BSC Research

DỰ BÁO & ĐỊNH GIÁ

Năm 2020, DT từ hoạt động bảo hiểm ước đạt 809 tỷ đồng (+17.7% yoy), LNTT đạt 183 tỷ đồng (+7.4% yoy), tương đương BVPS ở mức 12,189 đồng/cp.

Năm 2021, BSC dự báo DT từ hoạt động bảo hiểm ước đạt 912 tỷ VND (+12.7% yoy), LNTT đạt 201 tỷ đồng (+9.9% yoy) với giả định KQKD 2021 như sau:

- Doanh thu phí bảo hiểm tăng trưởng 5.3% YoY.
- Lợi suất đầu tư gộp và lợi suất đầu tư ròng của các tài sản đầu tư lần lượt là 8.3% và 8.1%.
- Tỷ lệ kết hợp là 89.4%, tỷ lệ tổn thất là 46%, tỷ lệ chi phí là 43.3%.

Chúng tôi lưu ý việc tăng vốn của PRE trong năm 2021 chưa được phản ánh trong dự báo năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng nếu PRE tăng vốn thành công trong năm tới, LN tài chính có thể đóng góp thêm từ 20 - 30 tỷ VND vào LNTT.

BSC sử dụng phương pháp định giá $P/B = 1.7x$, BVPS năm 2021 ước đạt 12,756 đồng. Giá trị hợp lý mỗi cổ phiếu PRE là **22,000 đồng**.

PHỤ LỤC

| KQKD(Tỷ đồng) | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Phí bảo hiểm gộp | 1,229 | 1,382 | 1,510 | 1,678 |
| - Giảm trừ phí bảo hiểm | (856) | (949) | (981) | (1,074) |
| Phí bảo hiểm thuần | 373 | 433 | 529 | 604 |
| Thu nhượng tái bảo hiểm | 215 | 255 | 280 | 308 |
| DTT từ HĐKD BH | 588 | 687 | 809 | 912 |
| Tổng chi bồi thường bảo hiểm | (179) | (212) | (244) | (273) |
| Gồm:- Bồi thường thuộc trách nhiệm giữ lại | (147) | (155) | (223) | (250) |
| - Tăng/giảm dự phòng bồi thường | (32) | (57) | (21) | (24) |
| Trích dự phòng dao động lớn | (11) | (17) | (19) | (21) |
| Chi khác | (313) | (384) | (457) | (502) |
| Tổng chi trực tiếp từ HĐKD BH | (502) | (613) | (720) | (796) |
| LNG từ HĐKD BH | 85 | 74 | 90 | 115 |
| Chi phí QLDN | (29) | (26) | (32) | (36) |
| Lợi nhuận từ HĐKD BH | 56 | 48 | 57 | 79 |
| LN từ HĐ tài chính | 99 | 123 | 126 | 122 |
| Lợi nhuận khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LN từ CTLK | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LNTT | 155 | 170 | 183 | 201 |
| Thuế | (29) | (30) | (32) | (35) |
| LNST | 126 | 141 | 151 | 166 |
| Lợi ích CĐTS | - | - | - | - |
| LNST sau lợi ích CĐTS | 126 | 141 | 151 | 166 |

| Chỉ tiêu | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Năng lực hoạt động | | | | |
| Tỷ lệ kết hợp | 85.3% | 89.3% | 89.6% | 89.4% |
| Tỷ lệ tổn thất | 49.6% | 51.5% | 48.3% | 46.0% |
| Tỷ lệ chi phí | 35.7% | 37.8% | 41.3% | 43.3% |
| Tình hình đầu tư | | | | |
| Lợi suất đầu tư gộp | 8% | 9% | 9% | 8% |
| Lợi suất đầu tư ròng | 7% | 8% | 8% | 8% |

| BCĐKT (Tỷ đồng) | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và tương đương tiền | 77 | 85 | 67 | 51 |
| Đầu tư ngắn hạn | 1,020 | 629 | 550 | 326 |
| Phải thu ngắn hạn | 442 | 589 | 598 | 656 |
| TS ngắn hạn khác | 139 | 191 | 206 | 201 |
| TS tái bảo hiểm | 1,677 | 2,090 | 2,299 | 2,437 |
| TS ngắn hạn | 3,354 | 3,584 | 3,721 | 3,670 |
| Phải thu dài hạn | 8 | 8 | 8 | 8 |
| TS cố định | 6 | 4 | 10 | 14 |
| ĐTTC dài hạn | 409 | 871 | 908 | 1,118 |
| TS dài hạn khác | 19 | 23 | 42 | 48 |
| TS dài hạn | 442 | 905 | 968 | 1,188 |
| Tổng TS | 3,796 | 4,490 | 4,689 | 4,858 |
| Nợ phải trả | 562 | 611 | 683 | 775 |
| DT chưa thực hiện | 112 | 116 | 128 | 132 |
| Dự phòng bảo hiểm | 2,281 | 2,903 | 2,991 | 3,022 |
| Nợ ngắn hạn | 2,954 | 3,629 | 3,802 | 3,929 |
| Nợ dài hạn | - | - | - | - |
| Tổng Nợ | 2,954 | 3,629 | 3,802 | 3,929 |
| Vốn góp | 728 | 728 | 728 | 728 |
| Vốn khác | 33 | 40 | 57 | 78 |
| LN chưa phân phối | 82 | 93 | 102 | 122 |
| Tổng VCSH | 842 | 860 | 887 | 929 |
| Tổng nguồn vốn | 3,796 | 4,490 | 4,689 | 4,858 |
| SLCP lưu hành (triệu) | 66.8 | 72.8 | 72.8 | 72.8 |

| Chỉ tiêu | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Khả năng sinh lời | | | | |
| ROA | 3% | 3% | 3% | 3% |
| ROE | 15% | 16% | 17% | 18% |
| Cơ cấu tài sản | | | | |
| TS ngắn hạn/Tổng TS | 88% | 80% | 79% | 76% |
| Nợ ngắn hạn/Tổng Nợ | 78% | 81% | 81% | 81% |
| TS | | | | |
| BVPS | 11,567 | 11,817 | 12,189 | 12,756 |

Nguồn: BSC Research

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 về 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 cẩn 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. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp 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.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

