



BÁO CÁO <sup>ÁP</sup>

# TRIỂN VỌNG NGÀNH

# 2020

Ngành bảo hiểm phi nhân thọ



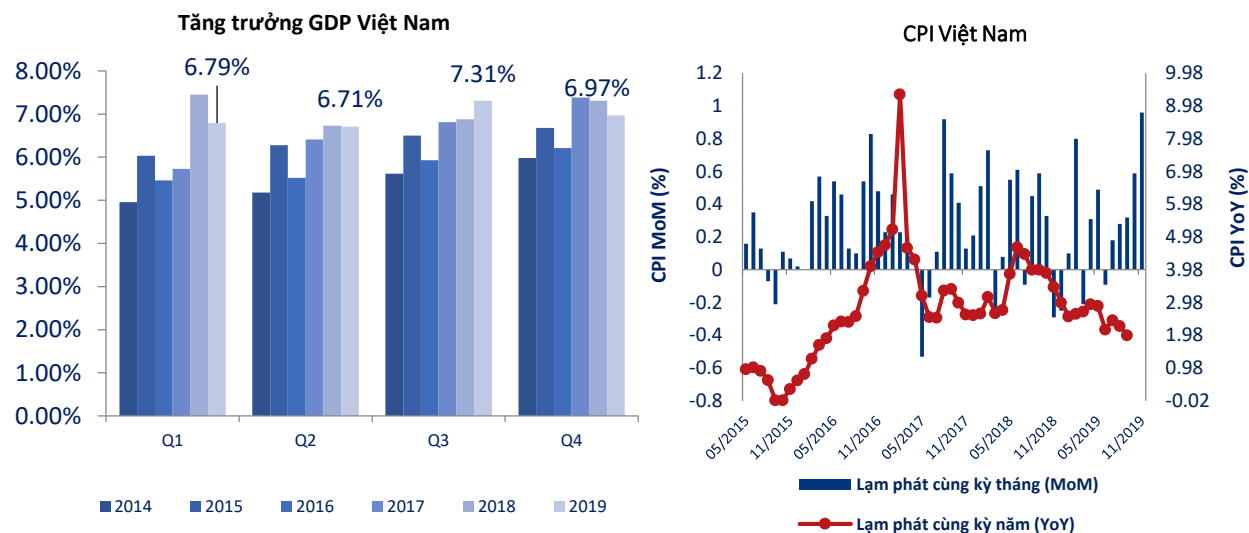
## Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ [Trung lập]

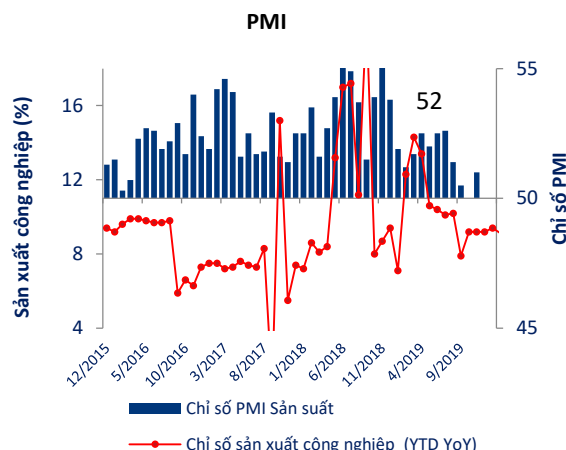
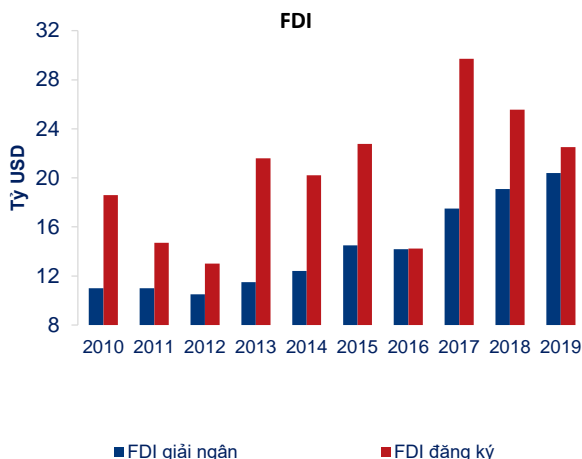
- Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ được dự báo tăng trưởng mức 11%-12% trong năm 2020.
- LN toàn ngành sẽ giảm tốc độ tăng trưởng trong năm 2020.
- Lãi suất huy động giảm trong năm 2019 và được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong năm 2020
- Tiếp tục triển khai thoái vốn tại các doanh nghiệp bảo hiểm trong năm 2020
- Chúng tôi hạ quan điểm từ KHẢ QUAN năm 2019 xuống **TRUNG LẬP** với ngành Bảo hiểm phi nhân thọ trong năm 2020. Khuyến nghị Mua: PVI, BMI.

**Luận điểm 1: Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ được dự báo tăng trưởng mức 11%-12% trong năm 2020.**

**Kinh tế vĩ mô của Việt Nam trong năm 2020 được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định hỗ trợ phát triển ngành bảo hiểm phi nhân thọ.**

**Việt Nam tiếp tục giữ vững nền kinh tế ổn định.** BSC dự báo, trong năm 2020, nền kinh tế Việt Nam sẽ giảm tốc độ tăng trưởng nhẹ, tuy nhiên vẫn sẽ giữ ở mức cao so với khu vực và thế giới. Tăng trưởng GDP sẽ ở mức 6.5% - 6.6% đóng góp chính từ tiêu dùng cá nhân + đóng góp từ khối FDI, CPI ở mức 3.5% (<4%). Thanh khoản hệ thống được dự báo ở mức ổn định nhờ (1) xuất khẩu vẫn tăng trưởng tốt, (2) thặng dư ngân sách nhà nước và dự trữ ngoại hối ở mức cao giúp đảm bảo thanh khoản.

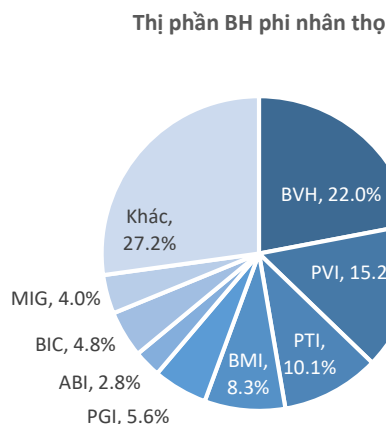
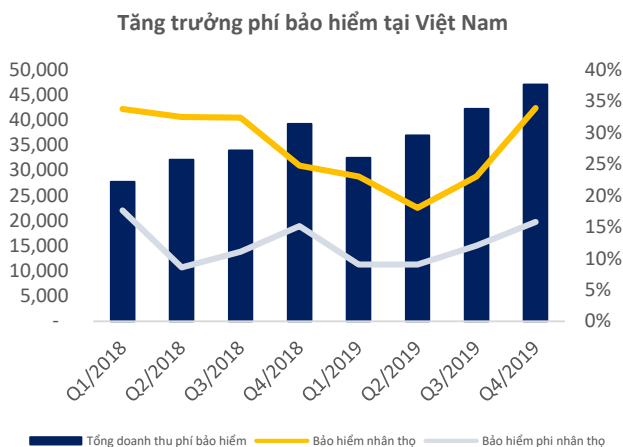




	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
GDP YoY (%)	6.7	6.2	6.8	7.08	7.02	6.6-6.8
Lạm phát (%)	0.62	4.7	3.5	2.98	5.3	3.4-3.5
Xuất khẩu (tỷ USD)	162.4	175.9	211.9	243.5	263.45	278.25
Nhập khẩu (tỷ USD)	165.6	173.3	209.3	236.7	253.51	269.96
Cán cân thương mại (tỷ USD)	-3.54	2.6	2.7	6.80	9.9	8.29
Tỷ giá (VND/USD)	22,485	22,365	22,750	23,355	23,229	23,400
Nợ công/GDP (%)	61.3	63.6	61.3	58.4	57.4	55-56
Nợ chính phủ/GDP (%)	49.2	52.7	51.7	50	49.9	49.7
Tăng trưởng tín dụng (%)	17.29	18.7	17	14	13	12-13
FDI đăng ký (tỷ USD)	22.76	20.9	29.7	25.57	22.5	20-23
FDI giải ngân (tỷ USD)	14.5	15.80	17.50	19.1	20.4	22

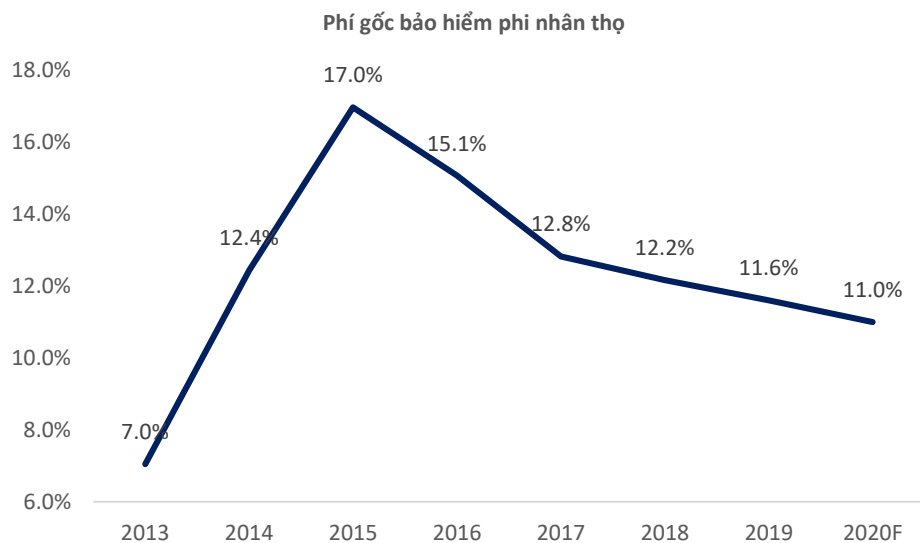
Nguồn: GSO, BSC Research

**Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng 11.6% trong năm 2019.** Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, tính đến hết 20/12/2019, doanh thu phí gốc ngành bảo hiểm đạt mức 109,871 tỷ VND (+20% yoy), trong đó doanh thu phí gốc bảo hiểm phi nhân thọ đạt mức 52,132 tỷ VND (+11.6% yoy). Xét về thị phần, BVH hiện đang đứng vị trí số một với 22% thị phần, theo sau là PVI (15.2%) và PTI (10.1%). Các DN khác chiếm tỷ lệ nhỏ khoảng 5%.



Nguồn: Tổng cục thống kê, BSC Research

**Việt Nam vẫn là nước có nhiều tiềm năng tăng trưởng cho ngành bảo hiểm phi nhân thọ** do (1) cơ cấu dân số trẻ và thu nhập tăng trưởng trung bình 7%/năm, (2) tỷ lệ sử dụng bảo hiểm phi nhân thọ của Việt Nam vẫn đang ở mức thấp (1.3% so với mức 3% - 4% trong khu vực thị trường đang phát triển), (2) phí bảo hiểm nhân thọ/người ở mức thấp (21 USD/người so với 70 USD/người tại thị trường đang phát triển). Về kỳ vọng năm 2020, chúng tôi cho rằng doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ sẽ tăng trưởng ở mức 11%, thấp hơn mức 11.6% trong năm 2019.



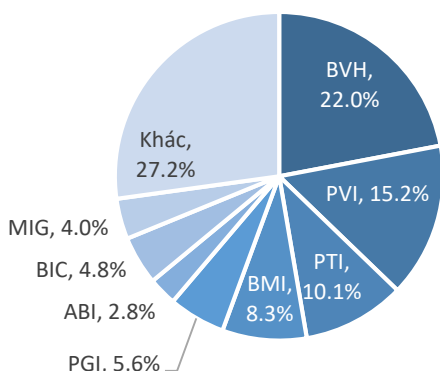
Nguồn: BSC Research

**Luận điểm 2: LN ngành bảo hiểm, theo BSC, sẽ giảm tốc so với tốc độ tăng trưởng năm 2019.**

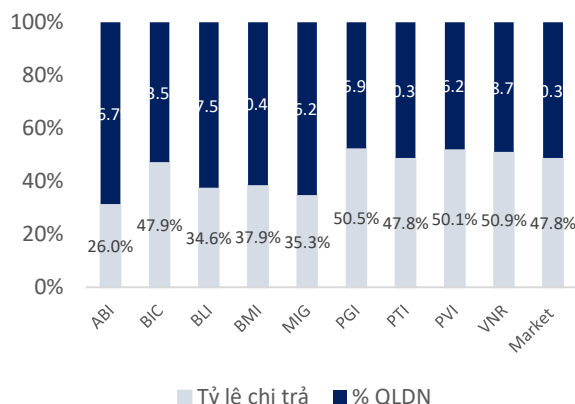
**Thị phần của 5 doanh nghiệp đầu ngành chiếm hơn 60%, và đang tiếp tục gia tăng.** Cụ thể, BVH và PVI đang là 2 doanh nghiệp dẫn đầu thị phần với lần lượt 22% và 15.2%, theo sau là PTI với 10.1%. Bên cạnh đó, các DN bảo hiểm phi nhân thọ lớn đang tích cực gia tăng đa dạng hóa các sản phẩm giúp giành bớt thị phần từ các bên nhỏ (BVH, PTI, PVI,...). Do đó, chúng tôi kỳ vọng trong năm 2020, các DN bảo hiểm phi nhân thọ lớn sẽ tiếp tục tăng trưởng về phí gốc từ 12%-13% nhờ (1) tăng trưởng chung của ngành bảo hiểm ở mức 11%, (2) tăng trưởng từ tăng thị phần từ các bên nhỏ.

**Tỷ lệ kết hợp ở mức cao.** Tỷ lệ kết hợp (combined ratio) của toàn ngành đang ở mức cao (khoảng 98%) làm giảm mức tăng trưởng và tỷ trọng của thu nhập từ hoạt động cốt lõi. Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2020, các doanh nghiệp sẽ tiếp tục tiết giảm chi phí quản lý doanh nghiệp, tuy nhiên mức tăng từ chi phí đền bù có xu hướng gia tăng khiến tỷ lệ kết hợp sẽ tiếp tục giữ ở mức 97% - 98%.

**Thị phần BH phi nhân thọ**



**Cơ cấu tỷ lệ kết hợp**



Nguồn: BSC Research

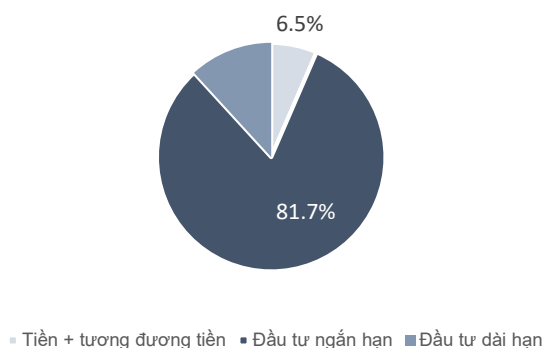
**LN từ hoạt động tài chính có thể bị ảnh hưởng trong năm 2020 từ việc hạ lãi suất của các ngân hàng.**

Lãi suất huy động kỳ hạn ngắn tại các ngân hàng **giảm 0.25%** theo Theo quyết định ban hành ngày 18/11/2019, SBV quyết định hạ trần lãi suất, hiệu lực từ ngày 18/11/2019:

- Huy động ngắn hạn: không kỳ hạn và kỳ hạn dưới 1 tháng hạ 0.2%, kỳ hạn từ 1-6 tháng xuống 0.5%.
- Lãi suất cho vay ngắn hạn (<1 năm) hạ 0.5% và được áp dụng cho các ngành ưu tiên (nông nghiệp, xuất khẩu, công nghệ hỗ trợ, ứng dụng công nghệ cao, SME).

Việc cắt lãi suất huy động sẽ ảnh hưởng đến các DN bảo hiểm phi nhân thọ do 82% đầu tư của các DN này là ngắn hạn (dưới 6 tháng sẽ hạ lãi suất 0.5%). Chúng tôi ước tính, lãi suất gộp của ngành bảo hiểm sẽ giảm xuống mức 5.5% - 5.6% trong quý 4/2019 (Q3/2019: 5.9%).

**Cơ cấu đầu tư tài chính các DN bảo hiểm**

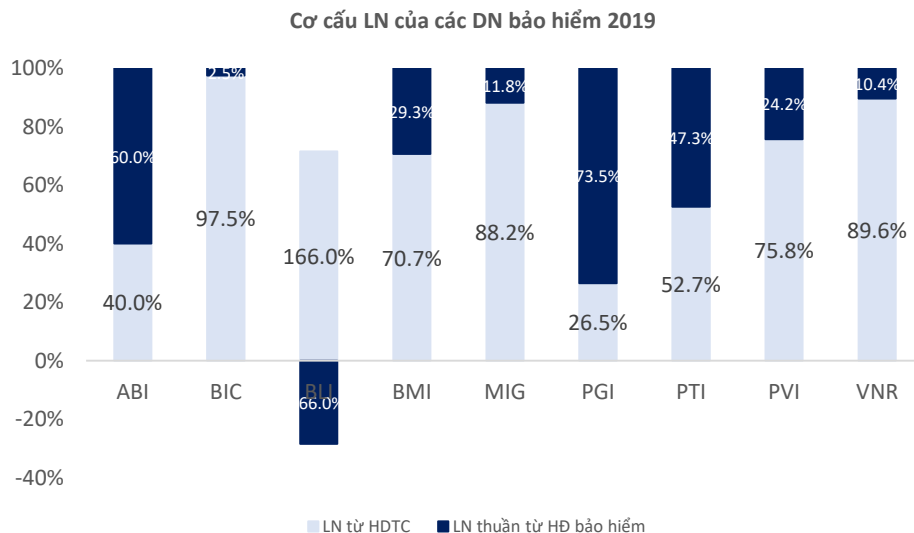


	Tiền + TD tiền	Đầu tư ngắn hạn	Đầu tư dài hạn
ABI	3.9%	93.9%	2.2%
BIC	2.5%	59.7%	37.9%
BLI	12.0%	66.1%	21.9%
BMI	10.2%	81.0%	8.8%
HVB	3.6%	96.4%	0.0%
MIG	1.4%	98.6%	0.0%
PGI	4.0%	96.0%	0.0%
PTI	2.2%	82.1%	15.7%
PVI	11.3%	82.9%	5.8%
VNR	4.5%	74.4%	21.1%

Nguồn: BSC Research, BCTC các DN bảo hiểm

**Lãi suất huy động được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong năm 2020.** Chúng tôi cho rằng, lãi suất gửi tiền tại các ngân hàng sẽ tiếp tục giảm nhẹ từ 0.25% - 0.3% trong năm 2020, theo sau mức giảm 0.5% tiền gửi huy động cho các khoản dưới 6 tháng. Điều này sẽ ảnh hưởng một phần đến thu nhập tài chính của

các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ khi cơ cấu tiền gửi ngắn hạn (<1 năm) đang chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản đầu tư.



Nguồn: BCTC các DN bảo hiểm, BSC Research

**Lưu ý điểm 3: Thoái vốn thu hút sự chú ý của nhà đầu tư nước ngoài.**

Trong năm 2019, PVI nằm trong lộ trình thoái vốn của PVN tuy nhiên cho đến nay việc thoái vốn vẫn chưa được thực hiện, do đó chúng tôi dự kiến PVN tiếp tục nỗ lực thoái vốn tại PVI trong năm 2020. Ngoài PVI, chúng tôi dự kiến, BMI sau khi được chuyển giao về siêu ủy ban từ SCIC cũng sẽ nằm trong danh sách thoái vốn của nhà nước trong năm 2020. Với việc ngành bảo hiểm phi nhân thọ nước ta vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng cao và còn nhiều dư địa phát triển, việc thoái vốn tại các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ dự kiến sẽ thu hút được sự chú ý lớn của các nhà đầu tư.

**QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP**

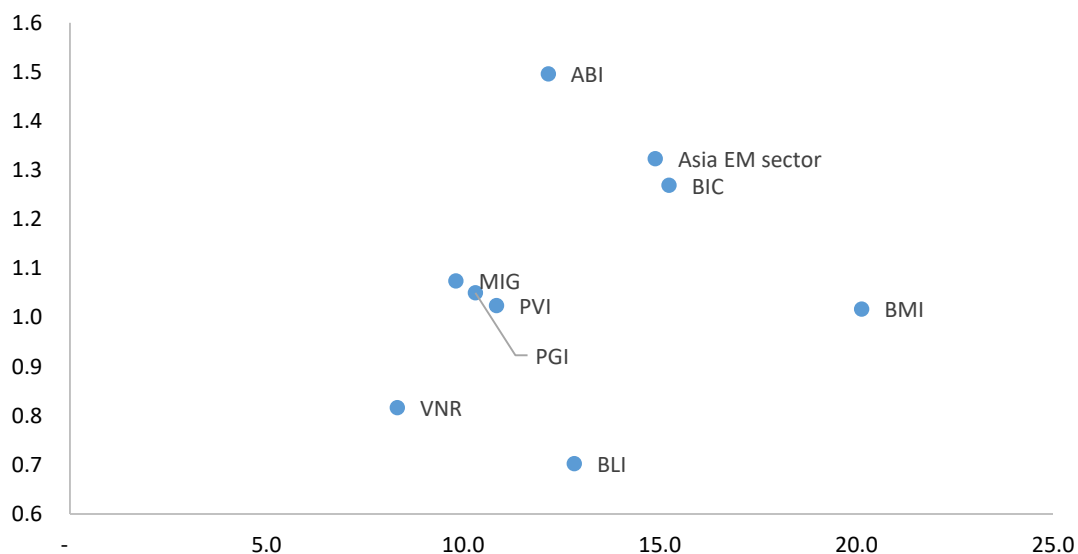
Chúng tôi hạ quan điểm đầu tư của ngành bảo hiểm phi nhân thọ từ KHẢ QUAN trong năm 2019 xuống TRUNG LẬP trong năm 2020 với quan điểm: (1) lãi suất tiền gửi có xu hướng giảm làm giảm LN tài chính, (2) tăng trưởng của mảng bảo hiểm phi nhân thọ tuy vẫn ở mức cao (11%-12%), tuy nhiên tình trạng cạnh tranh cao cũng như tỷ lệ kết hợp ở mức cao khiến LN cốt lõi đóng góp không nhiều, (3) triển vọng thoái vốn cùng định giá ở mức rẻ là điểm tích cực cho các DN trong năm 2020.

**KQKD các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ năm 2019**

	ABI	BIC	BLI	BMI	MIG	PGI	PTI	PVI	VNR
<b>QUY MÔ</b>									
Tổng tài sản	2,569	5,546	2,004	5,783	4,970	5,843	7,578	22,083	7,002
VCSH	891	2,233	675	2,274	1,480	1,541	1,870	7,226	3,107
Tài sản đầu tư	2,046	3,733	1,223	2,810	2,821	3,117	3,857	10,155	3,980
Tài sản đầu tư/TTS	79.6%	67.3%	61.0%	48.6%	56.8%	53.3%	50.9%	46.0%	56.8%
<b>HIỆU QUẢ KINH DOANH</b>									
Thị phần	2.9%	4.5%	2.3%	8.3%	4.3%	5.9%	9.2%	15.3%	3.9%
Doanh thu phí bảo hiểm	1,428	1,459	721	3,238	1,638	2,257	3,187	3,594	992
% yoy	17.6%	11.8%	-2.3%	7.3%	10.4%	5.6%	23.5%	1.0%	45.4%
LN thuần từ HDKD bảo hiểm	182	7	(35)	62	21	144	49	202	31
Tỷ lệ chi trả	26.4%	42.4%	38.8%	38.5%	30.2%	48.9%	45.0%	47.7%	48.2%
% QLDN	32.9%	22.7%	27.4%	3.6%	20.0%	14.2%	14.5%	10.3%	5.3%
Tỷ lệ kết hợp	87.5%	99.6%	103.9%	98.2%	98.9%	94.5%	98.8%	95.4%	97.5%
LN tài chính	121	263	87	150	155	52	54	635	264
% yoy	25.6%	10.1%	1.2%	24.7%	30.8%	-6.1%	370.0%	34.1%	12.0%
Lãi suất đầu tư ròng	23.7%	28.2%	28.5%	21.4%	21.9%	6.7%	5.6%	25.0%	26.6%
LNTT	303	270	52	220	177	201	142	934	344
% yoy	41.2%	33.5%	6.5%	9.6%	30.6%	14.6%	493.9%	25.3%	-4.0%
KN thanh toán dài hạn	160.3%	65.4%	106.7%	142.4%	110.7%	146.5%	170.4%	49.7%	31.9%
<b>ĐỊNH GIÁ</b>									
EPS	6,722	6,724	6,725	6,726	6,727	6,728	6,729	6,730	6,732
BVPS	23,452	19,040	11,252	24,895	11,382	17,369	23,266	30,846	23,706
P/E	4.6	14.6	11.0	12.1	9.4	9.7	10.4	10.4	8.9
P/B	1.2	1.4	0.7	1.0	1.0	1.0	0.6	1.1	0.8

Nguồn: BSC Research, BCTC ngành bảo hiểm

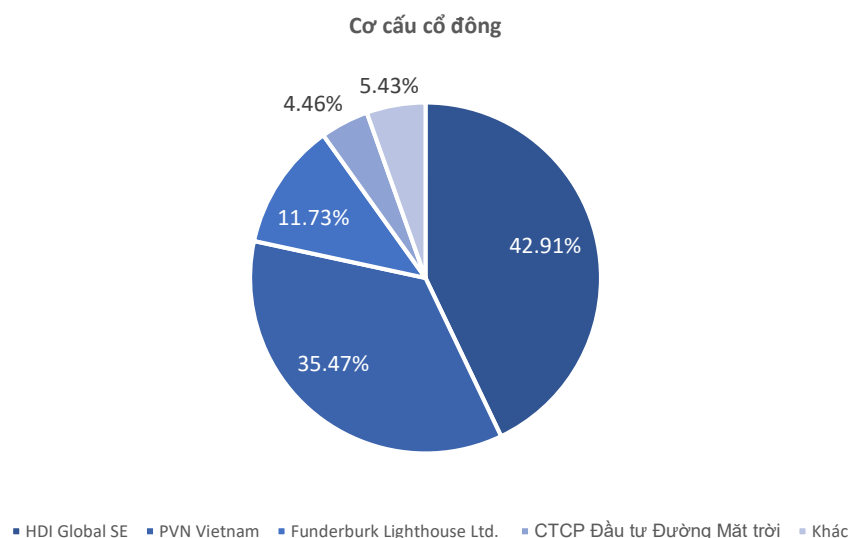
**Định giá ngành bảo hiểm phi nhân thọ sv khu vực**



Nguồn: BSC Research, Bloomberg

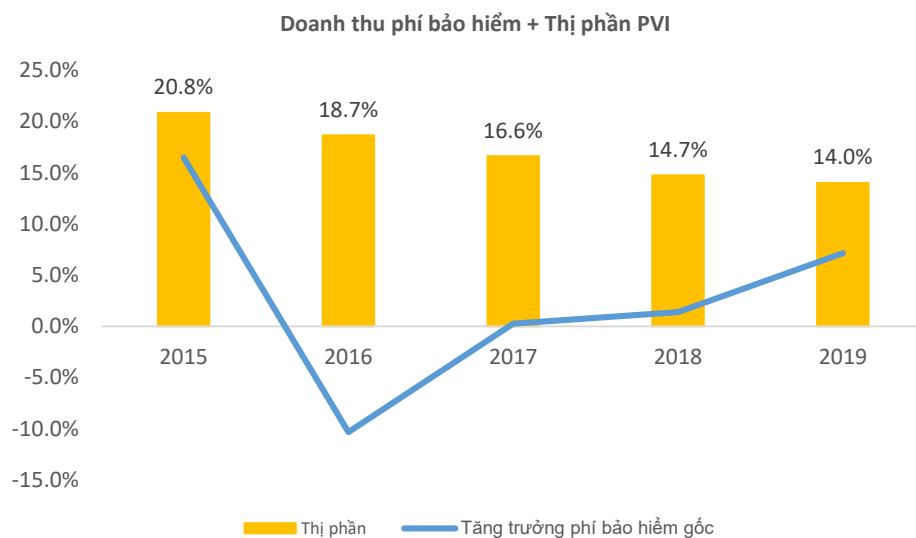
**PVI – MUA - Giá mục tiêu 36,000 VND – upside 12%**

PVI là doanh nghiệp hiện đang có thị phần lớn trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ, đặc biệt ở mảng tài sản thiệt hại. Hiện nay, cơ cấu cổ đông của PVI khá cô đặc, gồm 2 cổ đông chính là HDI Global SE và PVN Vietnam. Hiện nay, HDI đang có ý định sẽ tiếp tục tăng tỷ lệ sở hữu ở PVI từ phần thoái vốn của nhà nước.



Nguồn: BSC Research, Fiinpro

**Doanh thu phí gốc bảo hiểm tăng trưởng thấp hơn thị trường chung do việc cạnh tranh gay gắt.** PVI hiện nay vẫn đang chiếm thị phần thứ 2 trên thị trường với 14%, tuy nhiên có xu hướng giảm dần qua từng năm. Sự sụt giảm thị phần này do việc cạnh tranh gay gắt giữa các bên bảo hiểm phi nhân thọ và nhiều bên chấp nhận tham gia vào các hợp đồng bảo hiểm với tỷ lệ đền bù cao nhằm chiếm thị phần.

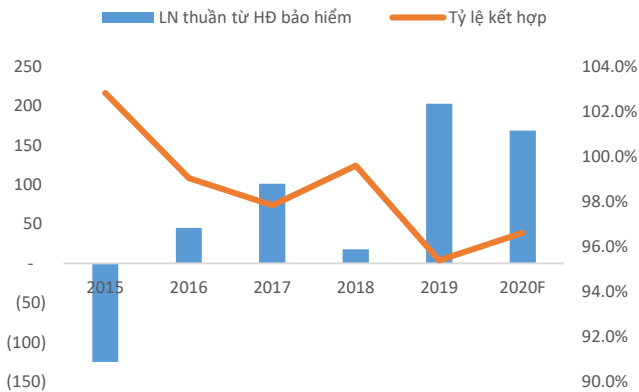


Nguồn: PVI, BSC Research

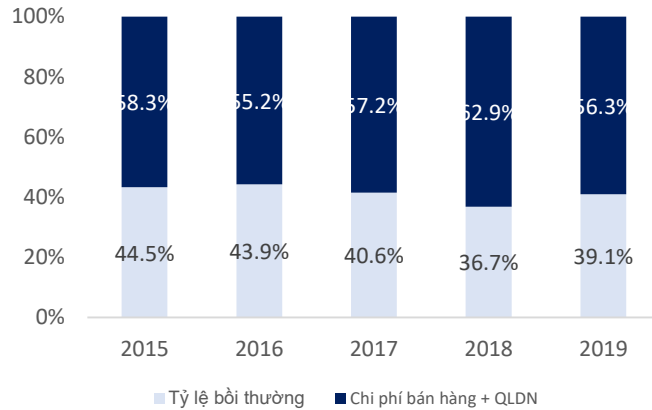


**Tiết giảm chi phí giúp LN từ hoạt động bảo hiểm tăng trưởng.** PVI tập trung vào thể mạnh của mình trong việc bảo hiểm cho các DN trong tập đoàn dầu khí PVN và tiết giảm chi phí QLDN giúp tỷ lệ kết hợp giảm dần, từ đó tăng LN từ hoạt động bảo hiểm. Chúng tôi kỳ vọng việc này sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2020.

**LN thuần từ HĐ bảo hiểm PVI**



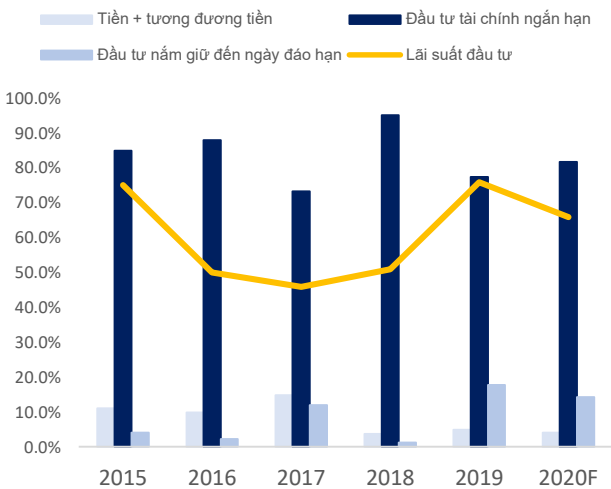
**Cơ cấu chi phí PVI**



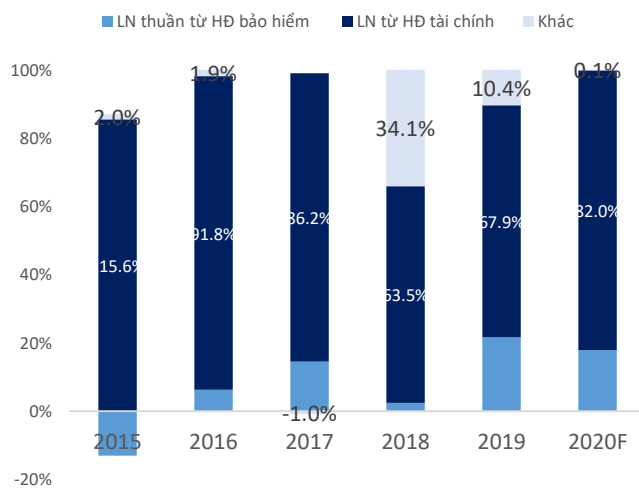
Nguồn: PVI, BSC Research

**Lãi suất huy động của các ngân hàng giảm có thể làm ảnh hưởng LN từ hoạt động tài chính của PVI.** Chúng tôi cho rằng việc giảm lãi suất huy động có thể làm ảnh hưởng đến LN từ HĐ tài chính của PVI. Hiện nay, LN của PVI đóng góp bởi thu nhập tài chính ở mức cao (từ 70% - 80%). Chúng tôi ước tính, với giá trị đầu tư hiện tại, cứ 1% lãi suất tiền gửi giảm sẽ làm giảm khoảng 80 tỷ VND LN tài chính (8.6% LN năm 2019).

**Cơ cấu đầu tư + lãi suất đầu tư PVI**



**Cơ cấu LN của PVI**



Nguồn: PVI, BSC Research

**Kỳ vọng 2020.** Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng với việc thoái vốn cho đối tác Đức, thị trường sẽ đánh giá lại giá trị cổ phiếu PVI. Bên cạnh đó, định giá rẻ cũng sẽ là một yếu tố giúp nhà đầu tư nhìn nhận lại trong năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng PVI sẽ đạt mức 7,917 tỷ doanh thu phí gốc trong năm 2020

(+8.5% yoy) và lợi nhuận trước thuế năm 2020 dự kiến sẽ đạt mức 939 tỷ đồng (+0.5% yoy). Theo đó, EPS 2020 ước đạt 2,822 đồng/cổ phiếu, BVPS 2020 ước đạt 32,652 đồng/cổ phiếu.

	2018	2019F	2020F
Thị phần	14.7%	14.5%	14.3%
Phí bảo hiểm gốc	6,872	7,295	7,917
% yoy	2.7%	6.2%	8.5%
LN thuần từ HĐ bảo hiểm	18	202	168
Doanh thu tài chính	473	635	769
LNTT	745	934	939
Lãi suất đầu tư	7.0%	7.5%	7.3%
Tỷ lệ kết hợp	99.6%	95.4%	96.6%
Tổng giá trị đầu tư	8,581	8,012	10,515
Tổng tài sản	19,648	22,083	22,942
VCSH	7,035	7,226	7,649
EPS	2,213	2,815	2,822
BVPS	30,032	30,846	32,652
ROA	2.8%	3.4%	3.2%
ROE	7.9%	9.9%	9.6%

Nguồn: BSC Research