

## TẬP ĐOÀN BẢO VIỆT (BVH) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND50.000	VND76.000	1,8%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 07/11/2022

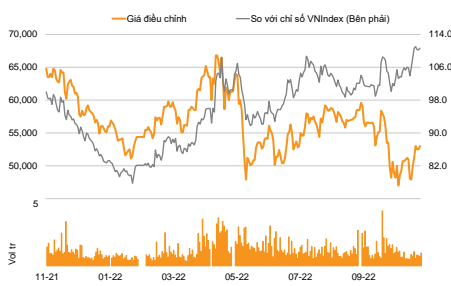
**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Tích cực

Consensus\*: Mua:4 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 23,8%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	66.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	47.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	65.620
Thị giá vốn (tỷ VND)	38.972
Free float (%)	
P/E trượt (x)	21,2
P/B hiện tại (x)	1,7

### Cơ cấu sở hữu

Bộ tài chính	65,0%
Sumitomo Life	22,1%
SCIC	3,0%
Cổ đông khác	9,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Vũ Thế Quân**

quan.vuthe@vndirect.com.vn  
www.vndirect.com.vn

## Lựa chọn ổn định trong bối cảnh nhiều bất định

- Chúng tôi nhận định BVH, với ngôi vị đầu ngành và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận bền vững và rõ rệt, sẽ là một lựa chọn ổn định cho nhà đầu tư trong giai đoạn thị trường nhiều biến động.
- Chúng tôi kỳ vọng BVH sẽ đạt tăng trưởng lợi nhuận 66%/27% trong 2 năm 2023-24, nhờ có lợi suất đầu tư tốt hơn và áp lực dự phòng giảm.
- Định giá hấp dẫn; khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 76.000 đ/cp.

### Khuyến nghị lần đầu với đánh giá KHẢ QUAN; tiềm năng tăng giá 52%

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu BVH với giá mục tiêu là 76.000đ/cp, dựa trên P/B năm 2023 là 2,5 lần. Với vị thế là công ty bảo hiểm (BH) hàng đầu trên cả thị trường nhân thọ (NT) và phi nhân thọ (PNT), BVH sẽ dễ dàng nắm bắt được cơ hội gia tăng lợi nhuận từ việc lãi suất tăng trong ngắn hạn cũng như tiềm năng tăng trưởng to lớn của ngành BH trong dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng BVH sẽ ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận trung bình trên 40% trong 2 năm tới và cải thiện ROE lên khoảng 12-15%.

### Một trong những DN được hưởng lợi nhiều nhất khi lãi suất tăng

Bảo Việt là công ty bảo hiểm (BH) duy nhất trên sàn chứng khoán hoạt động ở cả 2 mảng NT và PNT. Nhờ đó, trong môi trường lãi suất tăng, BVH sẽ không chỉ hưởng lợi từ việc cải thiện hiệu quả đầu tư tài chính như các công ty thuần PNT mà BVH sẽ còn hưởng lợi từ việc chi phí dự phòng ở mảng NT được giảm thiểu. Cụ thể, việc lãi suất trái phiếu chính phủ (TPCP) tăng sẽ kéo lãi suất chiết khấu tăng theo và chi phí dự phòng giảm. Hiện lãi suất TPCP 10 và 15 năm trên thị trường sơ cấp đã tăng khoảng 180-190 điểm cơ bản từ đầu năm nay.

### Vĩ mô thuận lợi sẽ giúp ngành BH tăng trưởng bền vững trong dài hạn

Tỷ lệ thâm nhập BH NT và PNT ở Việt Nam hiện đang ở mức thấp và cho thấy tiềm năng tăng trưởng rộng mở của ngành ở phía trước. Chúng tôi nhận thấy một loạt các yếu tố vĩ mô thuận lợi sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng của nhu cầu bảo hiểm trong dài hạn, bao gồm tốc độ gia tăng tầng lớp trung lưu ở mức cao, già hóa dân số nhanh, tiến bộ trong nền giáo dục, sự phát triển của thị trường tài chính, và đầu tư nước ngoài.

### Định giá hấp dẫn

BVH đang giao dịch ở mức P/B 1,7 lần, thấp hơn so với trung bình 3 năm là 2,1 lần. Chúng tôi tin rằng đợt giảm giá vừa qua đã tạo ra cơ hội cho nhà đầu tư để tích lũy cổ phiếu của một công ty BH đầu ngành với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận rõ rệt và rào cản gia nhập ngành lớn. Tiềm năng tăng giá bao gồm (i) tỷ lệ kết hợp PNT thấp hơn dự kiến, (ii) khả năng tăng vốn từ phát hành riêng lẻ. Rủi ro giảm giá bao gồm (i) chậm trễ trong việc ra mắt sản phẩm BH liên kết đơn vị, (ii) tổn thất có tính thảm họa ở mảng phi nhân thọ.

Chỉ số tài chính	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Phí BH gốc - nhân thọ	25.452	28.038	30.558	33.610	36.863	40.315
Phí BH gốc - phi nhân thọ	10.297	9.689	8.946	9.772	10.441	11.136
Phí BH thuần - phi nhân thọ	7.316	5.444	5.364	6.656	6.930	7.464
LN từ hoạt động tài chính	5.687	7.654	7.852	8.299	11.284	14.087
LNST của chủ sở hữu tập đoàn	1.188	1.598	1.897	1.639	2.728	3.476
svck	5,6%	34,4%	18,7%	-13,6%	66,4%	27,4%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	1.626	2.097	2.555	2.208	3.675	4.683
Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu	25.688	26.961	28.527	27.612	30.437	33.620
ROAE	7,3%	8,1%	9,0%	7,6%	12,5%	14,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## LỰA CHỌN ỔN ĐỊNH TRONG BỐI CẢNH NHIỀU BẤT ĐỊNH

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích BVH do:

- **Triển vọng tăng trưởng của thị trường BH NT và PNT ở Việt Nam vẫn hết sức hấp dẫn.** Đối với ngành NT, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng phí sẽ tiếp tục ở mức cao trong khoảng 15-20% với động lực chính đến từ nhu cầu đầu tư ngày càng lớn của tầng lớp trung lưu để đảm bảo tương lai tài chính của họ. Đối với ngành PNT, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng phí sẽ đạt mức 10-12% đến năm 2025 trong kịch bản tăng trưởng kinh tế ở mức 6,5-7,0%. Với vị thế là một công ty hàng đầu ở cả 2 thị trường, chúng tôi tin BVH sẽ nắm bắt tốt tiềm năng tăng trưởng to lớn của ngành BH ở Việt Nam.
- **Lãi suất tăng cao sẽ giúp Bảo Việt cải thiện hiệu quả đầu tư tài chính.** Lãi suất huy động tiền gửi của các ngân hàng quốc doanh ở kỳ hạn 6 và 12 tháng đã lần lượt tăng 200/190 điểm cơ bản từ đầu năm và hiện đã vượt mức trước COVID khoảng 60-70 điểm cơ bản. Với nền lãi suất cao hơn, BVH chắc chắn sẽ cải thiện được đáng kể lợi suất đầu tư tài chính khi 95% danh mục của doanh nghiệp hiện đang được đầu tư vào các tài sản có thu nhập cố định.  
  
Lợi suất TPCP tăng cao cũng là một động lực tăng trưởng quan trọng của BVH khi việc này sẽ làm giảm bớt áp lực dự phòng toán học ở mảng NT. BVH là công ty BH NT duy nhất có mặt trên sàn chứng khoán và chúng tôi tin rằng lợi thế đặc thù này của BVH chưa được phản ánh bởi thị trường. Dựa theo báo cáo tài chính năm 2021 của BVH, nếu lãi suất chiết khấu tăng 25 điểm cơ bản thì lợi nhuận trước thuế (LNTT) của BVH có thể tăng đến 1.021 tỷ đồng (43% kết quả kinh doanh năm 2021).
- **Định giá không cao mặc cho các chỉ số tài chính sẽ được cải thiện đáng kể.** BVH đang giao dịch ở mức 1,7x P/B, thấp hơn mức trung bình 3 năm là 2,1 lần. Với kỳ vọng BVH có thể nâng cao ROE lên mức 2 chữ số trong môi trường lãi suất tăng cùng với việc DN có thể mở rộng tiềm năng tăng trưởng doanh thu một khi sản phẩm liên kết đơn vị được đem ra thị trường, chúng tôi tin rằng cổ phiếu BVH sẽ được thị trường đánh giá lại ở mức P/B cao hơn.

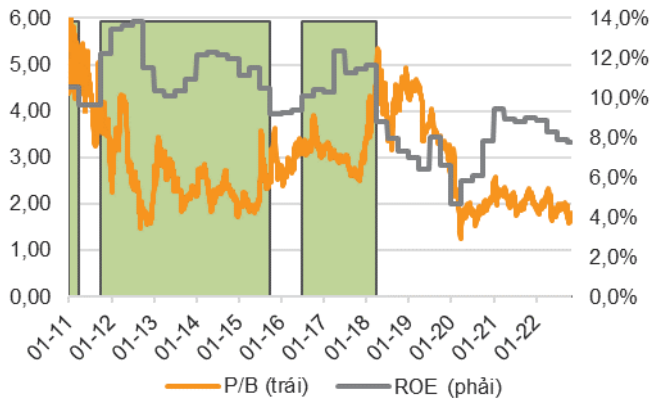
### Báo cáo lần đầu cho BVH; khuyến nghị KHẢ QUAN

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm cho BVH là 76.000đ/cp (tiền năng tăng giá 52%) dựa trên P/B mục tiêu 2,5 lần và giá trị sổ sách trên cổ phiếu năm 2023 là 30.437 đồng.

Chúng tôi lựa chọn P/B mục tiêu ở mức 2,5 lần dựa theo dữ liệu định giá của BVH trong những giai đoạn DN đạt được ROE ít nhất là 10%. Chúng tôi tập trung vào những giai đoạn này do chúng tôi kỳ vọng BVH sẽ cải thiện ROE từ dưới 10% trong năm nay lên 12,5% trong năm 2023. Số trung vị P/B, ROE, và tăng trưởng phí BH trong những giai đoạn được chúng tôi lựa chọn lần lượt là 2,7 lần/ 11,4%/14%.

Tiềm năng tăng giá bao gồm (i) tỷ lệ kết hợp PNT thấp hơn dự kiến, (ii) khả năng tăng vốn từ phát hành riêng lẻ. Rủi ro giảm giá bao gồm (i) chậm trễ trong việc ra mắt sản phẩm BH liên kết đơn vị, (ii) tổn thất có tính thảm họa ở mảng PNT.

**Hình 1: BVH P/B và ROE (các vùng màu xanh phản ánh những giai đoạn ROE của BVH trên 10%)**



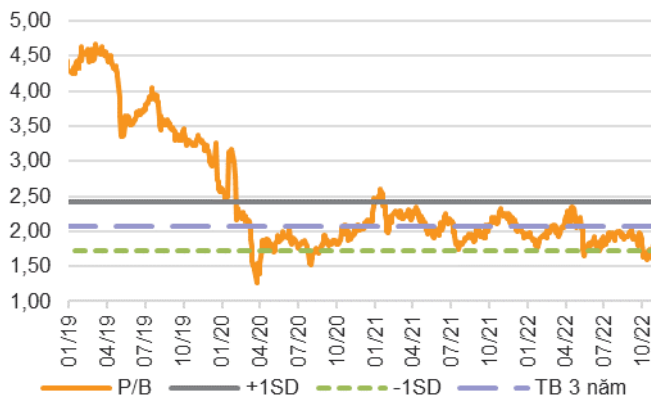
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiinPro, Báo cáo công ty

**Hình 2: Dữ liệu về định giá và tăng trưởng doanh thu của BVH trong những giai đoạn ROE trên 10%**

	P/B	ROE	Tăng trưởng phí
Mức cao nhất	6.13	13.8%	26%
Mức thấp nhất	1.48	10.1%	7%
Trung bình	2.81	11.5%	16%
TB +1 độ lệch	3.58	N/A	N/A
TB -1 độ lệch	2.03	N/A	N/A
Trung vị	2.70	11.4%	14%

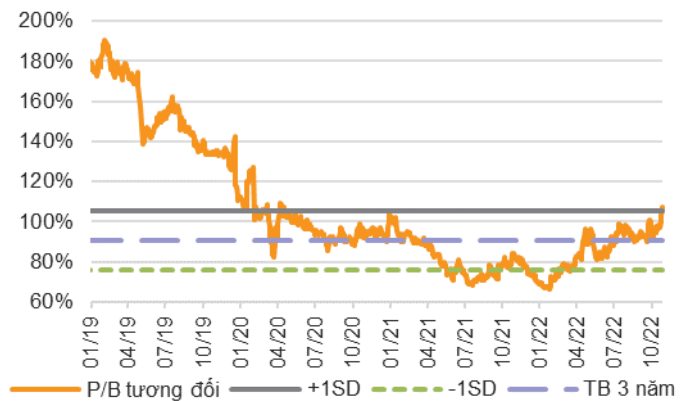
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiinPro, Báo cáo công ty

**Hình 3: BVH đang giao dịch ở mức P/B hấp dẫn khi so sánh với trung bình quá khứ (Đơn vị: lần)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiinPro  
Note: Dữ liệu ngày 28/10/22

**Hình 4: BVH đang giao dịch ở mức P/B tương đối cao hơn so với trung bình 3 năm là 91%**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiinPro  
Note: Dữ liệu ngày 28/10/22

Hình 5: Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại		Vốn hóa tr USD	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	P/E (lần)			P/B (lần)			ROE (%)		ROA (%)	
		Nội tệ	USD				Trượt 12T	2022	2023	Hiện tại	2022	2023	2022	2023	2022	2023
<b>Tập đoàn Bảo Việt</b>	<b>BVH VN Equity</b>	<b>50.000</b>	<b>1.492</b>	<b>18,2</b>	<b>1,8</b>	<b>21,2</b>	<b>17,5</b>	<b>14,2</b>	<b>1,67</b>	<b>1,62</b>	<b>1,58</b>	<b>9,9</b>	<b>11,5</b>	<b>1,20</b>	<b>1,30</b>	
<b>Hồng Kông</b>																
China Life Insurance Co Ltd	2628 HK Equity	9,4	95.373	137,9	8,0	7,3	6,3	4,7	0,54	0,50	0,46	8,1	10,2	0,77	0,88	
Ping An Insurance Group Co of China Ltd	2318 HK Equity	32,9	91.263	2,4	7,9	5,9	5,5	4,2	0,71	0,67	0,60	12,4	14,9	0,99	1,15	
AIA Group Ltd	1299 HK Equity	63,4	99.905	51,6	2,2	28,1	28,0	13,5	2,46	1,96	1,74	6,2	13,7	0,82	2,13	
Manulife Financial Corp	945 HK Equity	130,2	31.463	15,1	6,1	2,5	7,4	6,9	0,88	0,85	0,82	11,9	12,0	0,71	0,67	
People's Insurance Co Group of China Ltd/The	1339 HK Equity	2,2	26.718	21,9	7,5	3,8	3,7	3,3	0,42	0,40	0,37	10,9	11,3	1,68	1,68	
Prudential PLC	2378 HK Equity	75,5	28.037	na	1,7	22,9	11,2	8,7	1,88	1,55	1,35	12,9	16,3	0,89	1,42	
China Pacific Insurance Group Co Ltd	2601 HK Equity	13,4	25.659	15,3	7,9	4,9	5,5	4,6	0,58	0,57	0,52	10,2	12,0	1,19	1,31	
New China Life Insurance Co Ltd	1336 HK Equity	13,0	9.210	28,8	12,0	4,2	4,1	2,9	0,39	0,36	0,33	8,9	11,5	0,86	1,07	
China Taiping Insurance Holdings Co Ltd	966 HK Equity	5,7	2.834	7,4	7,4	4,4	3,8	2,8	0,27	0,25	0,23	6,8	8,5	0,39	0,49	
<b>Hồng Kông - Trung bình</b>					<b>35,0</b>	<b>6,8</b>	<b>9,3</b>	<b>8,4</b>	<b>5,7</b>	<b>0,90</b>	<b>0,79</b>	<b>0,71</b>	<b>9,8</b>	<b>12,3</b>	<b>0,92</b>	<b>1,20</b>
<b>Hồng Kông - Trung vị</b>					<b>18,6</b>	<b>7,5</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>0,58</b>	<b>0,57</b>	<b>0,52</b>	<b>10,2</b>	<b>12,0</b>	<b>0,86</b>	<b>1,15</b>
<b>Thái Lan</b>																
Bangkok Life Assurance PCL	BLA TB Equity	33,5	1.533	7,9	2,6	16,6	14,7	11,1	1,34	1,16	1,07	8,7	10,7	1,24	1,65	
Thai Life Insurance PCL	TLI TB Equity	16,1	4.941	na	na	na	19,3	17,7	na	1,85	1,70	9,8	10,0	1,76	1,88	
<b>Thái Lan - Trung bình</b>					<b>7,9</b>	<b>2,6</b>	<b>16,6</b>	<b>17,0</b>	<b>14,4</b>	<b>1,34</b>	<b>1,50</b>	<b>1,38</b>	<b>9,3</b>	<b>10,4</b>	<b>1,50</b>	<b>1,76</b>
<b>Đài Loan</b>																
Cathay Financial Holding Co Ltd	2882 TT Equity	39,0	16.100	42,0	8,9	5,5	6,8	6,1	1,22	1,17	1,03	12,4	16,0	0,59	0,67	
Fubon Financial Holding Co Ltd	2881 TT Equity	51,5	20.076	46	6,4	5,0	6,0	6,0	1,06	1,00	0,88	13,7	15,0	1,00	0,99	
<b>Đài Loan - Trung bình</b>					<b>44,2</b>	<b>7,7</b>	<b>5,3</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>1,14</b>	<b>1,09</b>	<b>0,96</b>	<b>13,1</b>	<b>15,5</b>	<b>0,80</b>	<b>0,83</b>
<b>Hàn Quốc</b>																
Samsung Life Insurance Co Ltd	032830 KS Equity	67.500	9.492	1,4	4,5	16,5	10,2	8,5	0,5	0,4	0,4	3,6	5,1	0,4	0,4	
Hanwha Life Insurance Co Ltd	088350 KS Equity	2.105	1.285	507,0	na	1,6	2,4	4,0	0,2	0,3	0,2	5,2	5,2	0,4	0,3	
Tongyang Life Insurance Co Ltd	082640 KS Equity	5.190	592	87,5	12,0	3,6	na	na	0,4	na	na	na	na	na	na	
Mirae Asset Life Insurance Co Ltd	085620 KS Equity	2.645	331	(5,4)	3,8	3,2	na	na	0,3	na	na	na	na	na	na	
<b>Hàn Quốc - Trung bình</b>					<b>147,6</b>	<b>6,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>0,35</b>	<b>0,35</b>	<b>0,33</b>	<b>4,4</b>	<b>5,1</b>	<b>0,38</b>	<b>0,35</b>
<b>Hàn Quốc - Trung vị</b>					<b>44,5</b>	<b>4,5</b>	<b>3,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>0,31</b>	<b>0,35</b>	<b>0,33</b>	<b>4,4</b>	<b>5,1</b>	<b>0,38</b>	<b>0,35</b>
<b>Ấn Độ</b>																
HDFC Life Insurance Co Ltd	HDFCLIFE IN Equit	539	14.117	0,8	0,3	83,1	65,5	58,2	7,30	6,61	5,99	11,5	11,7	0,70	0,68	
SBI Life Insurance Co Ltd	SBILIFE IN Equity	1.266	15.426	4,3	0,2	75,6	70,9	59,1	10,36	9,50	8,21	13,1	13,5	0,63	0,65	
ICICI Prudential Life Insurance Co Ltd	IPRU IN Equity	515	9.016	(12,5)	0,1	86,5	70,9	57,2	7,69	7,45	6,81	11,5	12,4	0,39	0,41	
<b>Ấn Độ - Trung bình</b>					<b>(2,4)</b>	<b>0,2</b>	<b>81,7</b>	<b>69,1</b>	<b>58,2</b>	<b>8,45</b>	<b>7,85</b>	<b>7,00</b>	<b>12,1</b>	<b>12,5</b>	<b>0,57</b>	<b>0,58</b>
<b>Ấn Độ - Trung vị</b>					<b>0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>83,1</b>	<b>70,9</b>	<b>58,2</b>	<b>7,69</b>	<b>7,45</b>	<b>6,81</b>	<b>11,5</b>	<b>12,4</b>	<b>0,63</b>	<b>0,65</b>

Ghi chú: Dữ liệu giá cổ phiếu tại ngày 04/11/2022. Các dự phóng đều dựa theo Bloomberg consensus.

NGUỒN: VNDIRECT Research, Bloomberg, Báo cáo công ty

## Tổng quan công ty

### Một đế chế trong ngành bảo hiểm

Tập đoàn Bảo Việt (BVH) được thành lập năm 1965, ban đầu tập trung vào lĩnh vực BH PNT. Theo thời gian, công ty đã mở rộng sang các lĩnh vực dịch vụ tài chính khác bao gồm ngân hàng, môi giới chứng khoán và quản lý quỹ. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh cốt lõi của BVH vẫn là mảng BH do gần như 100% doanh thu hợp nhất của công ty đến từ mảng này. Chúng tôi lưu ý rằng Bảo Việt hiện là công ty BH duy nhất niêm yết trên thị trường chứng khoán hoạt động trong mảng BH NT.

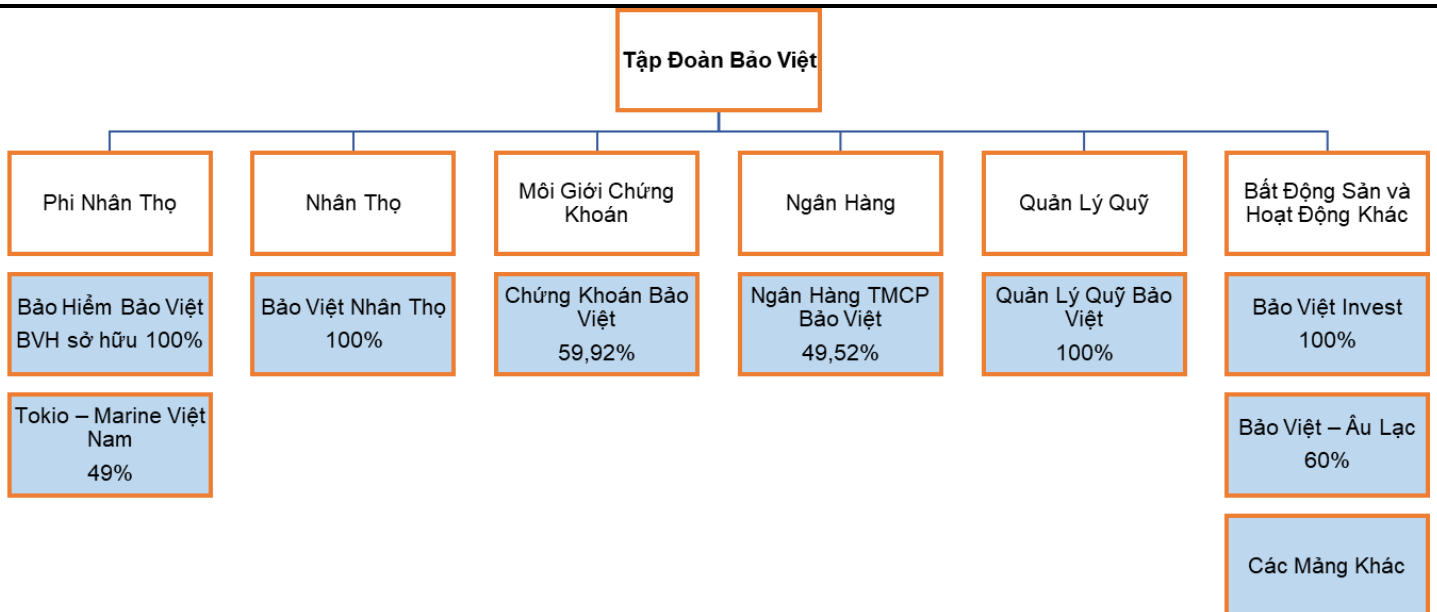
### Nhà nước sở hữu trên 50% cổ phần của BVH

Về cơ cấu sở hữu, Bộ Tài chính (BTC) và Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC), với tư cách là đại diện của chính phủ, sở hữu lần lượt 65,00% và 2,98% cổ phiếu BVH đang lưu hành. Nhà đầu tư chiến lược Sumitomo Life, một trong những công ty BH NT hàng đầu đến từ Nhật Bản, là cổ đông lớn thứ 2 với tỷ lệ sở hữu 22,09%.

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng mối quan hệ chặt chẽ với chính phủ thông qua sở hữu cổ phần mang lại cho BVH một lợi thế cạnh tranh lớn trên cả thị trường NT và PNT, đặc biệt khi tham gia đấu các gói thầu đến từ doanh nghiệp nhà nước. Tuy nhiên, một vấn đề tiềm ẩn từ việc tỷ trọng sở hữu nhà nước cao là khả năng huy động vốn kịp thời để hỗ trợ tăng trưởng.

Tại ĐHCĐ 2022, BVH đã đề cập đến khả năng BTC sẽ giảm tỷ lệ sở hữu xuống 51% trong giai đoạn 2026-2030. Việc phát hành riêng lẻ và IPO các công ty con ở mảng BH cũng đang được xem xét là các giải pháp để huy động vốn. Liên quan đến 2,98% cổ phần của SCIC, quỹ đầu tư của Chính phủ này đã liệt kê BVH trong kế hoạch thoái vốn hàng năm suốt từ năm 2018; tuy nhiên, SCIC đã loại BVH khỏi kế hoạch thoái vốn trong năm nay.

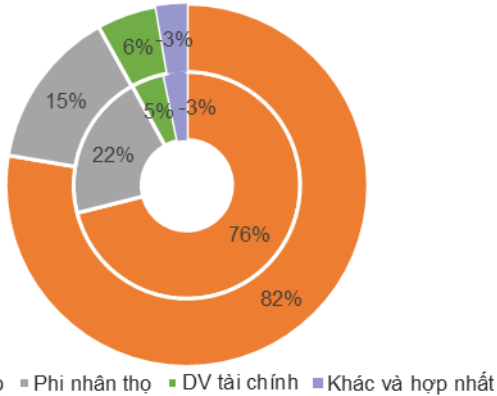
Hình 6: BVH cung cấp toàn diện các dịch vụ tài chính



NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

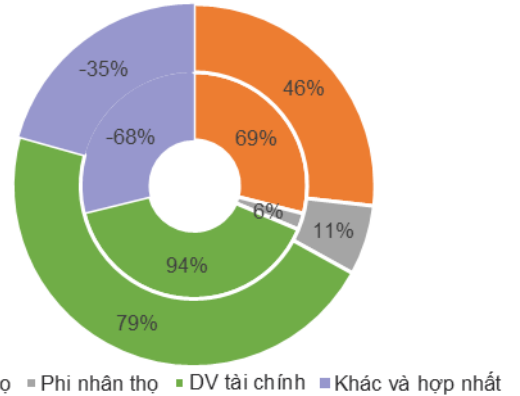


**Hình 7: Màng NT chiếm phần lớn doanh thu của BVH, sau đó là màng PNT (2018-2021, trong-ngoài)**



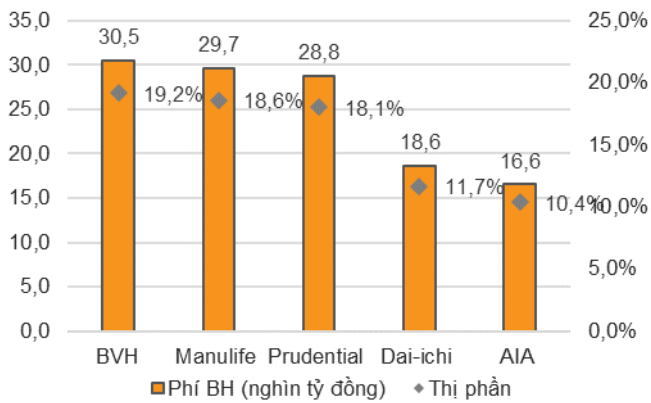
NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty  
Ghi chú: Doanh thu từ các màng BH bao gồm LN từ hoạt động tài chính

**Hình 8: Màng NT và dịch vụ tài chính là 2 màng đem lại lợi nhuận lớn nhất cho BVH (2018-2021, trong-ngoài)**



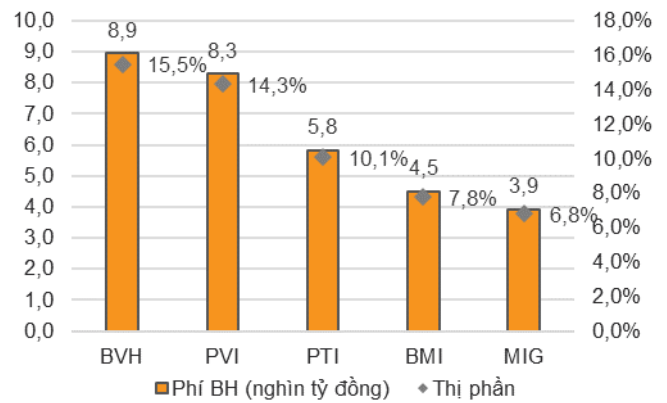
NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

**Hình 9: Dựa theo phí BH gốc 2021, BVH là công ty BH nhân thọ lớn nhất Việt Nam với 19,2% thị phần**



NGUỒN: VNDIRECT Research, Hiệp Hội Bảo Hiểm (HHBH)

**Hình 10: Trong màng PNT, BVH cũng là nhà BH hàng đầu với 15,5% thị phần phí BH gốc năm 2021**



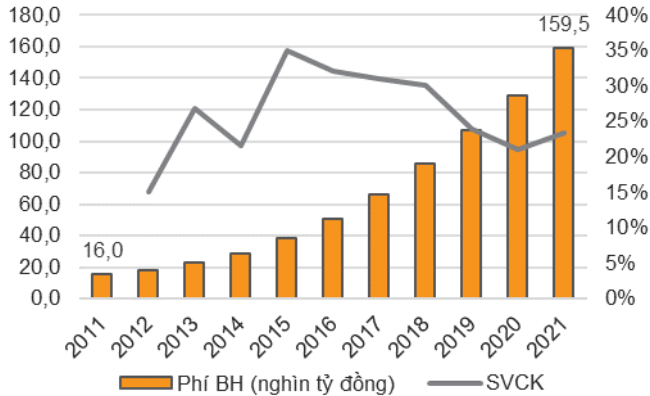
NGUỒN: VNDIRECT Research, HHBH

**Một loạt yếu tố vĩ mô thuận lợi sẽ hỗ trợ sự tăng trưởng của ngành BH NT**

**Tỷ lệ thâm nhập thấp so với các nước khác trong khu vực**

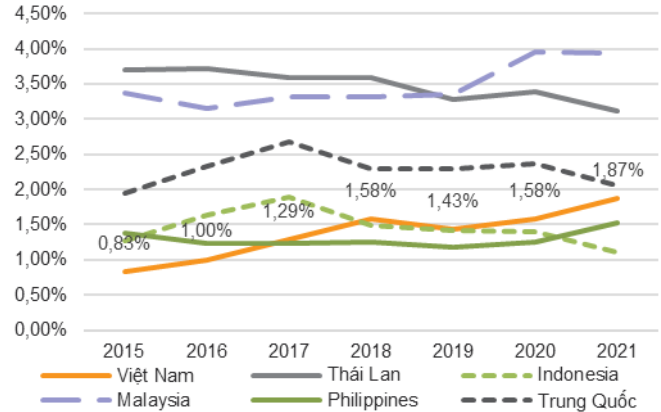
Ngành BH NT đã đạt được sự tăng trưởng mạnh mẽ trong 10 năm qua với tốc độ tăng trưởng kép của phí BH là 26%. Tuy tăng trưởng mạnh nhưng tỷ lệ thâm nhập BH NT tại Việt Nam (được tính theo phí BH chia cho GDP) vẫn ở mức khiêm tốn là 1,9% vào năm 2021, chỉ cao hơn Indonesia (1,1%) và Philippines (1,5%) trong khối ASEAN và thấp hơn nhiều so với Thái Lan (3,1%), Malaysia (3,9%), và Singapore (8,7%). Để so sánh thêm, mức độ thâm nhập trung bình ở ASEAN, các thị trường mới nổi, các thị trường phát triển và thế giới lần lượt là 2,5%, 1,1%, 3,3% và 3,0%. Sự chênh lệch lớn giữa mức độ thâm nhập của Việt Nam và các nước phát triển cho thấy tiềm năng tăng trưởng to lớn trong tương lai cho ngành BH NT nói chung và BVH nói riêng với vị thế là một trong những công ty dẫn đầu thị trường.

**Hình 11: Phí BH NT đã tăng gấp 10 lần trong 10 năm qua và đạt mốc gần 160 nghìn tỷ đồng trong năm 2021**



NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty, HHHB

**Hình 12: Tỷ lệ thâm nhập BH NT ở Việt Nam đã liên tục tăng trong nhiều năm qua**



NGUỒN: VNDIRECT Research, Swiss Re

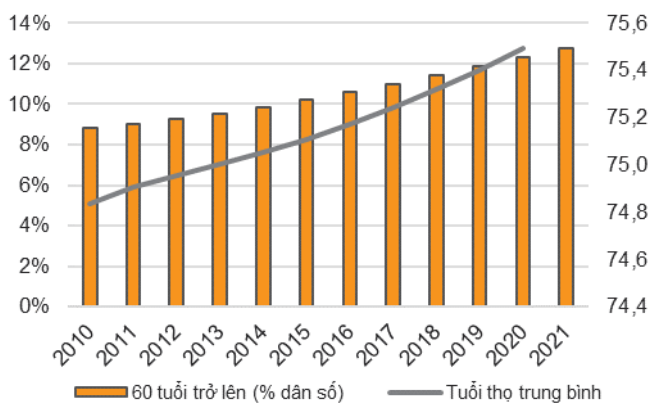
**Nhu cầu BH NT đang được thúc đẩy bởi một loạt những xu hướng kinh tế và nhân khẩu học thuận lợi**

Già hóa dân số sẽ thúc đẩy nhu cầu mạnh mẽ về các sản phẩm BH NT. Nhật Bản, quốc gia có dân số già nhất thế giới và một trong những thị trường BH NT phát triển nhất, là một ví dụ điển hình cho sự tương quan này. Việt Nam đang trải qua giai đoạn già hóa dân số nhanh chóng khi tỷ lệ người cao tuổi trong dân số (từ 60 tuổi trở lên) đã tăng đáng kể từ 8,8% năm 2010 lên 12,8% năm 2021. Theo Quỹ Dân số Liên hợp quốc, tỷ lệ này có thể đạt 25% vào năm 2050.

Chi tiêu chăm sóc sức khỏe gia tăng, vốn có liên quan với giá hóa dân số, cũng sẽ tác động tích cực đến nhu cầu mua BH NT. Theo Fitch Solutions, chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe của Việt Nam đã đạt 17 tỷ USD trong năm 2019 (tương đương 6,6% GDP) và có thể tăng lên đến 23 tỷ USD vào năm 2022 (tăng trưởng kép 10,7%). Lưu ý rằng nhiều sản phẩm BH NT hiện đang được bán kèm với sản phẩm bảo trợ với lợi ích bảo trợ phổ biến nhất là BH sức khỏe.

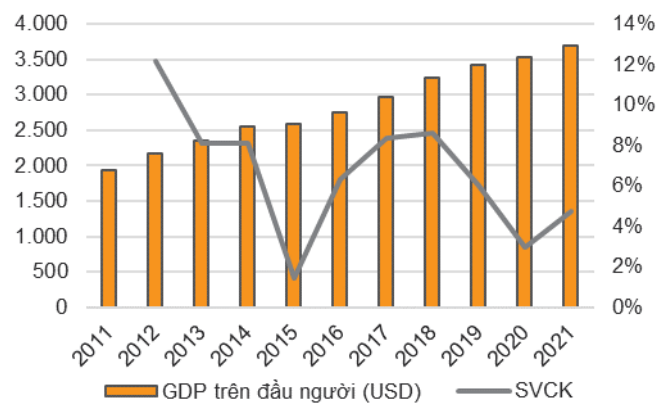
Tốc độ gia tăng tầng lớp trung lưu ở mức cao cũng là một nhân tố thuận lợi khác cho ngành BH NT. Cụ thể việc thu nhập các hộ gia đình được nâng cao sẽ tăng khả năng chi trả của họ cho các sản phẩm BH NT và đồng thời sẽ đẩy mạnh nhu cầu hấp thụ nguồn tiền tiết kiệm nhàn rỗi.

**Hình 13: Việt Nam là một trong những nước có tốc độ già hóa dân số nhanh nhất thế giới**



NGUỒN: VNDIRECT Research, World Bank, Báo cáo công ty

**Hình 14: GDP trên đầu người của Việt Nam đã ghi nhận mức tăng trưởng kép 6,6% trong vòng 10 năm qua – một trong những mức cao nhất trên thế giới**



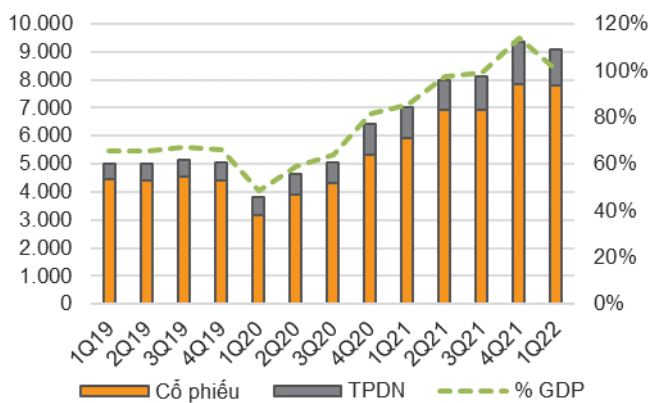
NGUỒN: VNDIRECT Research, World Bank

**Sự phát triển của ngành tài chính là một yếu tố tích cực cho ngành BH NT**

Những tiến bộ của ngành ngân hàng (NH) và thị trường tài chính (bao gồm cổ phiếu và trái phiếu) sẽ giúp đẩy mạnh sự phát triển của các tài sản tài chính và việc người dân sở hữu các tài sản này. Với nhóm tài sản tài chính ngày càng được mở rộng, các doanh nghiệp BH NT có thể xây dựng thêm nhiều sản phẩm BH mới mang tính tiết kiệm, nhằm nắm bắt nhu cầu ngày càng cao của các hộ gia đình có mong muốn đảm bảo thu nhập của họ trong tương lai.

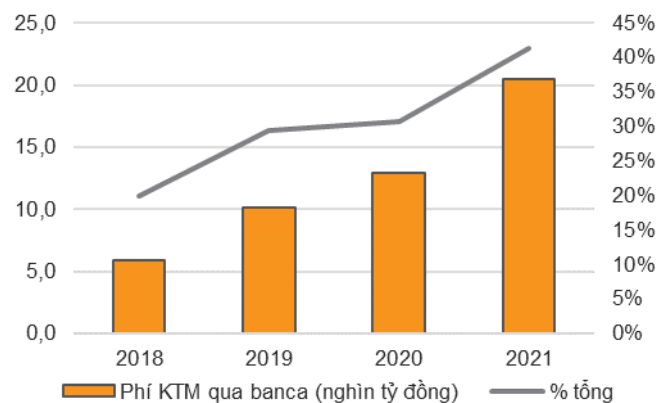
Việc đa dạng hóa các kênh phân phối từ kênh đại lý truyền thống sang kênh bancassurance (hợp tác giữa doanh nghiệp BH và NH cho phép doanh nghiệp BH bán sản phẩm của mình cho khách hàng của NH) và các kênh khác như kỹ thuật số đã giúp mở rộng phạm vi tiếp cận của công ty BH NT tới khách hàng tiềm năng. Doanh thu khai thác mới (DT KTM) thông qua kênh banca đã tăng theo cấp số nhân trong vài năm qua, từ 20% tổng phí KTM trong năm 2018 lên hơn 40% vào năm 2021.

**Hình 15: TT cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) tại Việt Nam đã phát triển mạnh mẽ trong những năm gần đây – hình ở dưới mô tả vốn hóa TT cổ phiếu và dư nợ TPDN (nghìn tỷ đồng)**



NGUỒN: VNDIRECT Research, FiinPro, Asian Development Bank

**Hình 16: Tỷ trọng DT KTM của các công ty BH NT từ kênh banca đã tăng mạnh trong những năm gần đây**



NGUỒN: VNDIRECT Research, HHHB, BTC

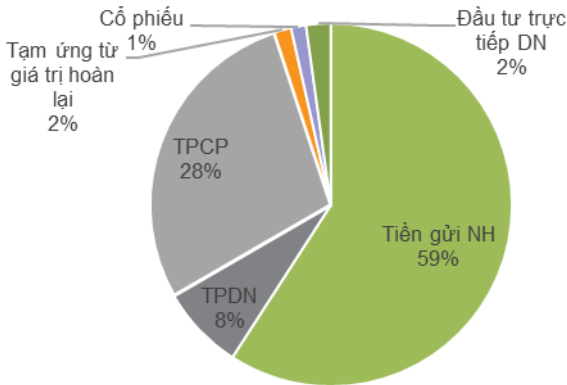
**Môi trường lãi suất thấp đã kết thúc**

Điều hiển nhiên là ngành BH (cả NT và PNT) sẽ được hưởng lợi từ lãi suất cao, do phần lớn danh mục đầu tư của các doanh nghiệp BH là các tài sản có thu nhập cố định như tiền gửi ngân hàng hay trái phiếu. Đối với thị trường Việt Nam, lãi suất huy động là lãi suất quan trọng cần theo dõi, do tiền gửi ngân hàng chiếm tỷ trọng rất lớn trong danh mục đầu tư của hầu hết các doanh nghiệp BH và đa số các TPDN đang lưu hành hiện nay đều có lãi suất thả nổi được tính dựa trên lãi suất huy động.

Trong giai đoạn 2020-2021, lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng đã được giảm mạnh, tính từ mức trước COVID đến đáy trung bình khoảng 130 điểm cơ bản đối với các NH quốc doanh và khoảng 170 điểm cơ bản đối với các NH tư nhân. Việc này nhằm hỗ trợ nền kinh tế vượt qua đại dịch. Lãi suất huy động bắt đầu tăng trở lại trong năm nay khi các hoạt động kinh tế và xã hội của Việt Nam phục hồi mạnh mẽ sau giãn cách xã hội. Sau khi ngân hàng nhà nước (NHNN) tăng lãi suất điều hành thêm 200 điểm cơ bản vào tháng 9 và tháng 10, các NH thương mại đã ngay lập tức tăng mạnh lãi suất huy động. Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng tại các NH quốc doanh và NH tư nhân trung bình tăng khoảng 190 điểm cơ bản so với đầu năm. Trưởng bộ phận Kinh tế vĩ mô của chúng tôi dự báo lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng có thể tăng thêm 50 điểm cơ bản nữa vào năm 2023.

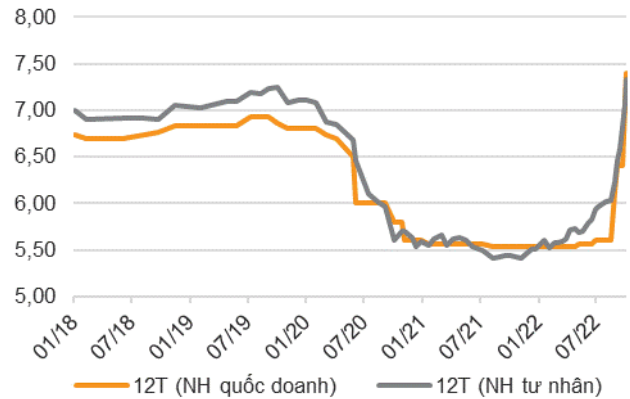


**Hình 17: Tiền gửi ngân hàng và trái phiếu chiếm khoảng 95% danh mục đầu tư của BVH (dữ liệu Q3/22)**



NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

**Hình 18: Lãi suất huy động tiền gửi đã tăng mạnh trong năm nay sau khi NHNN tăng lãi suất điều hành 200 điểm cơ bản trong 2 tháng vừa qua (đơn vị: %)**



NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty, Website ngân hàng

### Lợi suất TPCP tăng sẽ giúp làm giảm áp lực dự phòng toán học

Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS), các doanh nghiệp BH NT phải trích lập dự phòng toán học cho hầu hết các hợp đồng BH hỗn hợp và BH truyền thống nói chung theo phương pháp phí BH thuần (chúng tôi có so sánh các sản phẩm BH NT chính trên thị trường ở hình 33 trang 15).

*Dự phòng toán học = GT hiện tại của trách nhiệm bảo hiểm trong tương lai – GT hiện tại của phí thuần sau điều chỉnh.*

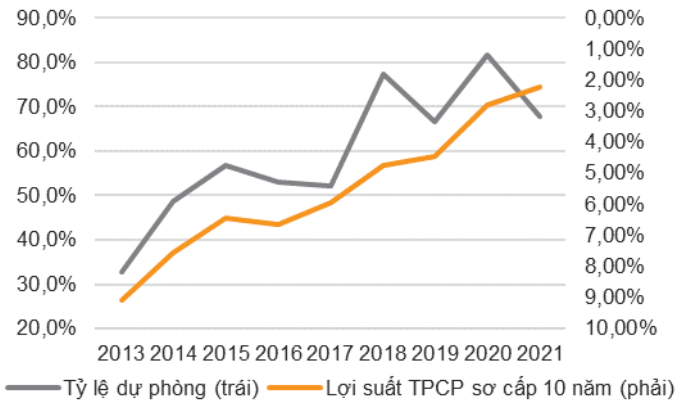
*Phí thuần sau điều chỉnh không được cao hơn 100% phí thực thu (tỷ lệ này từng ở mức 90% và được điều chỉnh lên 100% vào cuối năm 2020).*

*Lãi suất chiết khấu kỹ thuật không được cao hơn 80% lãi suất bình quân của TPCP có kỳ hạn từ 10 năm trở lên được phát hành trong vòng 24 tháng cho đến ngày báo cáo.*

Dựa theo chuẩn mực kế toán này, biến động lợi suất TPCP trên thị trường sơ cấp có thể gây ảnh hưởng lớn đến dự phòng toán học cho các hợp đồng BH hỗn hợp và sau cùng là lợi nhuận kế toán của các doanh nghiệp BH NT. Chúng ta có thể quan sát trên hình 19 trang sau mối tương quan nghịch trên giữa tỷ lệ dự phòng của BVH cho các hợp đồng BH hỗn hợp (được tính bởi tăng dự phòng nghiệp vụ chia cho phí BH) và lợi suất bình quân TPCP 10 năm trên thị trường sơ cấp trong nhiều năm qua.

Việc lợi suất TPCP liên tục giảm trong 1 thập kỷ qua đã dẫn đến chi phí dự phòng toán học tăng cao và làm giảm biên lợi nhuận mảng NT của BVH. Một dẫn chứng cho việc áp lực dự phòng có thể gây ảnh lớn lên lợi nhuận là từ năm 2015 đến năm 2021, phí BH NT của BVH đã tăng gấp 3 lần từ 10,1 nghìn tỷ đồng lên 30,5 nghìn tỷ nhưng lợi nhuận chỉ tăng có hơn 30%.

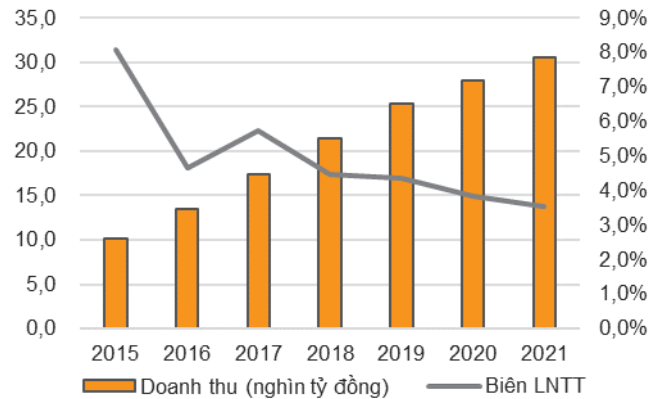
**Hình 19: Tỷ lệ dự phòng của BVH cho các hợp đồng BH hỗn hợp có mối tương quan nghịch với lợi suất TPCP 10 năm trên TT sơ cấp**



NGUỒN: VNDIRECT Research, Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA), Báo cáo công ty

Ghi chú: Lợi suất TP được tính theo bình quân gia quyền của GT phát hành

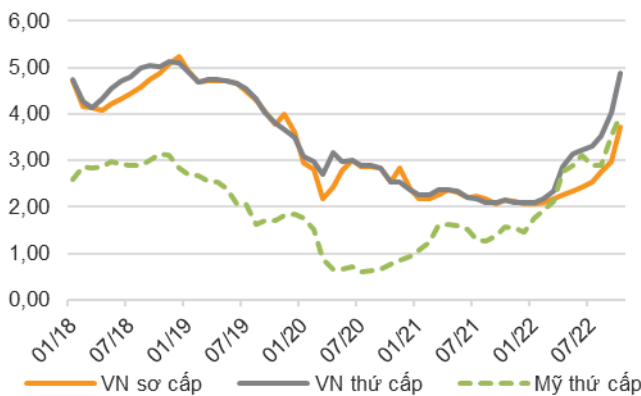
**Hình 20: Doanh thu BH NT của BVH đã tăng gấp 3 lần từ năm 2015 nhưng biên LNTT lại giảm do áp lực dự phòng tăng**



NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Chúng tôi kỳ vọng trong thời gian tới áp lực dự phòng toán học sẽ giảm bớt khi lãi suất TPCP đã bắt đầu tăng mạnh. Động lực tăng đáng kể sau lãi suất TPCP đến từ 1) các NH trung ương trên thế giới thắt chặt chính sách tiền tệ để kiểm chế lạm phát, việc này đã gây nên áp lực tỷ giá tiền đồng so với USD, 2) Việt Nam tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công trong thời gian tới và khả năng cao sẽ phải phát hành nhiều TPCP hơn. Hiện một số hợp đồng tương lai đang cho thấy FED có thể sẽ tiếp tục tăng lãi suất điều hành lên đến mức 5,00%-5,25% vào đầu năm 2023 – cao hơn 125 điểm cơ bản so với mức 3,75%-4,00% hiện tại. Trong khi đó, lợi suất TPCP 10 năm của Việt Nam ở trên thị trường sơ cấp và thứ cấp đã lần lượt tăng 190 và 300 điểm cơ bản từ đầu năm.

**Hình 21: Lợi suất TPCP 10 năm của Việt Nam đang tăng mạnh trong năm nay cùng với lợi suất TPCP Mỹ**



NGUỒN: VNDIRECT Research, Bloomberg, VBMA

Ghi chú: Dữ liệu được tính theo trung bình tháng. Dữ liệu ngày 31/10/2022

**Hình 22: Hợp đồng tương lai cho thấy các nhà đầu tư đang kỳ vọng lãi suất tham chiếu của FED có thể tạo đỉnh ở khoảng 5,00%-5,25% trong năm sau**

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
12-14-22	0.0%	0.0%	68.7%	31.3%	0.0%	0.0%			
02-01-23	0.0%	0.0%	0.0%	26.6%	54.2%	19.2%	0.0%	0.0%	0.0%
03-22-23	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	33.0%	46.1%	14.7%	0.0%	0.0%
05-03-23	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	24.3%	41.8%	24.9%	4.8%	0.0%
06-14-23	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	23.4%	41.1%	25.7%	5.7%	0.2%
07-26-23	0.0%	0.0%	0.6%	6.9%	26.0%	38.8%	22.7%	4.9%	0.2%
09-20-23	0.0%	0.1%	1.9%	10.9%	28.7%	35.4%	18.9%	3.9%	0.1%
11-01-23	0.1%	0.8%	5.5%	18.0%	31.4%	28.8%	12.9%	2.4%	0.1%
12-13-23	0.4%	2.9%	11.0%	23.9%	30.3%	21.8%	8.3%	1.4%	0.0%

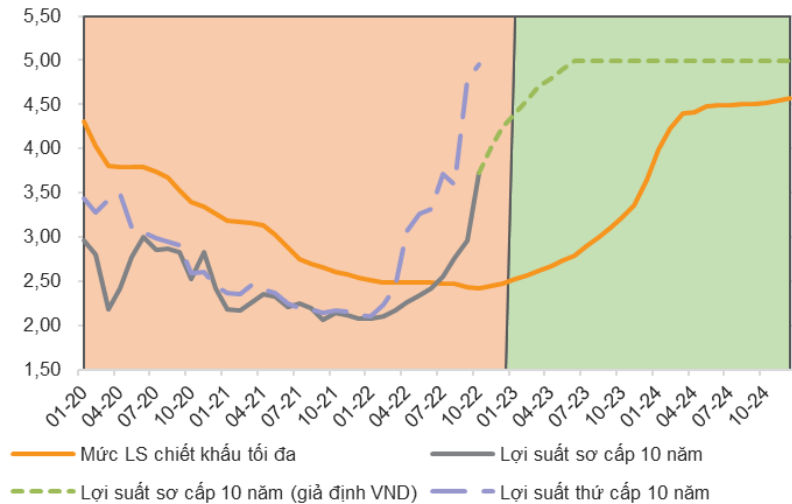
NGUỒN: VNDIRECT Research, CME Group, Báo cáo công ty

Ghi chú: Dữ liệu ngày 03/11/2022

BVH sẽ được hưởng lợi rất nhiều từ việc lãi suất TPCP tăng cao sẽ làm giảm áp lực trích lập dự phòng toán học. Dựa theo báo cáo tài chính năm 2021 của BVH, nếu lãi suất chiết khấu tăng 25 điểm cơ bản thì LNTT của BVH có thể tăng đến 1.021 tỷ đồng (43% kết quả kinh doanh năm 2021). Một điểm đáng đề cập là thay đổi của lãi suất chiết khấu sẽ có độ trễ so với lãi suất TPCP do công thức trung bình 24 tháng. Vì có độ trễ này, chúng tôi dự tính lãi suất chiết khấu sẽ bắt đầu tăng rõ rệt hơn vào đầu năm sau.

Trong mô hình mô phỏng lãi suất chiết khấu, chúng tôi giả định lãi suất TPCP 10 năm trên thị trường sơ cấp sẽ tăng từ mức hiện tại là 4,00% lên đến 5,00% vào giữa năm 2023 (TPCP 10 năm trên thị trường thứ cấp đang giao dịch ở mức lợi suất này) và lãi suất ở các kỳ hạn dài hơn cũng sẽ tăng theo như vậy. Với giả định này, chúng tôi dự tính mức tối đa của lãi suất chiết khấu theo công thức của VAS có thể tăng khoảng 120 điểm cơ bản trong năm 2023 và 90 điểm trong năm 2024.

**Hình 23: Mô hình mô phỏng của VNDirect cho thấy LS chiết khấu có thể tăng mạnh trong 2 năm tới. Đây sẽ là 1 động lực tăng trưởng LN quan trọng cho BVH (Đơn vị: %)**



NGUỒN: VNDIRECT Research, Bloomberg, VBMA, Báo cáo công ty

**Mặc cho thị trường BH NT ngày càng cạnh tranh hơn, chúng tôi tin BVH sẽ tiếp tục ở nhóm dẫn đầu**

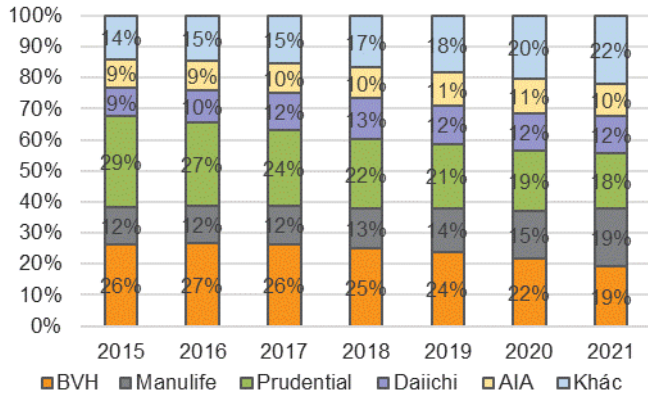
**Manulife đã chiếm vị trí số 1 về doanh thu khai thác mới từ BVH và Prudential kể từ năm 2019**

5 công ty BH NT gồm BVH và 4 công ty BH đến từ nước ngoài khác là Prudential, Manulife, Dai-ichi và AIA hiện đang thống lĩnh thị trường BH NT ở Việt Nam. Tính đến năm 2021, 5 công ty này đang nắm giữ gần 80% thị phần phí BH gốc và gần 70% thị phần doanh thu khai thác mới. Ngoài Dai-ichi, 4 công ty còn lại đều là những công ty BH NT tiên phong ở Việt Nam và đã tạo dựng được uy tín tốt trong lòng người tiêu dùng cũng như mạng lưới phân phối hết sức mạnh mẽ trên toàn quốc.

Khoảng 6-7 năm trước, Bảo Việt và Prudential từng là 2 công ty đầu ngành với hơn 50% thị phần phí BH gốc và hơn 40% thị phần doanh thu khai thác mới vào. Tuy nhiên từ đó trở đi, Manulife đã vươn lên trở thành công ty dẫn đầu thị trường về DT KTM với hơn 20% thị phần vào năm ngoái, bỏ xa vị trí thứ 2/3 là Prudential/Bảo Việt.

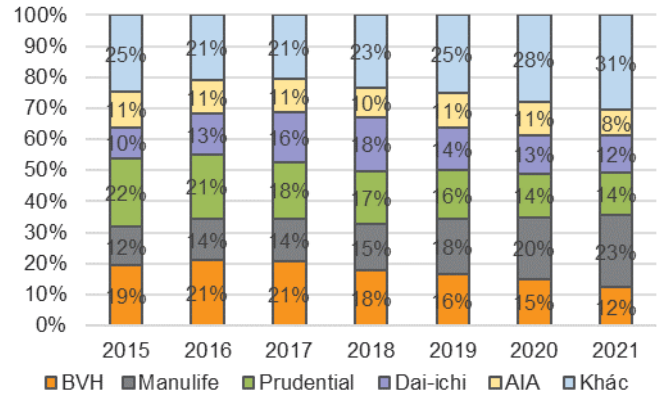
Mặc dù BVH vẫn là doanh nghiệp có tổng phí BH gốc lớn nhất thị trường, nhưng công ty đã đánh mất đáng kể thị phần doanh thu khai thác mới trong những năm qua. Theo quan điểm của chúng tôi, có hai lý do đằng sau việc này: 1) không giống như các doanh nghiệp nước ngoài, BVH không có đối tác bancassurance lớn nào và 2) thiếu sản phẩm BH liên kết đơn vị vốn đang được thị trường ưa chuộng.

**Hình 24: Dựa trên phí BH năm 2021, BVH hiện là công ty BH lớn nhất thị trường – bám sát theo là Manulife và Prudential**



NGUỒN: VNDIRECT Research, BTC, HHHH

**Hình 25: Tuy nhiên, trên phương diện DT KTM, BVH đang đánh mất thị phần của mình trong những năm gần đây**



NGUỒN: VNDIRECT Research, BTC, HHHH

**BVH vẫn không tham gia “xu hướng bancassurance” nhưng đây có thể không phải là lựa chọn không tốt**

Đại lý và bancassurance là hai kênh phân phối chính của các doanh nghiệp BH NT. Kênh banca đã chứng kiến sự tăng trưởng theo cấp số nhân trong vài năm qua, khi nhiều doanh nghiệp BH nước ngoài đã ký hợp đồng phân phối lớn với các NH. Năm 2021, doanh thu khai thác mới thông qua kênh NH đạt 20,5 nghìn tỷ đồng, chiếm 41% tổng doanh thu khai thác mới trên tất cả các kênh so với 10,1 nghìn tỷ đồng/29% trong năm 2019. Dưới đây là danh sách các NH đã ký hợp đồng phân phối với các doanh nghiệp BH nhân thọ lớn.

**Hình 26: Ngân hàng đã trở thành đối tác phân phối quan trọng cho ngành BH NT**

Công ty BH	Đối tác banca
BVH	PG Bank (ticker: PGB)
Manulife	NH Kỹ Thương (TCB), NH Công Thương (CTG), NH TMCP Sài Gòn (SCB)
Prudential	Standard Chartered, NH Hàng Hải (MSB), NH TMCP Đại Chúng Việt Nam, NH Quốc Tế (VIB), UOB, Shinhan, NH Đông Nam Á (SSB)
Dai-ichi	NH Sài Gòn - Hà Nội (SHB), NH TMCP Phát Triển HCM (HDB), NH Sài Gòn Thương Tín (STB), NH Liên Việt (LPB), NH Bắc Á (BAB)
AIA	NH Việt Nam Thịnh Vượng (VPB), NH Bản Việt (BVB), NH Kiên Long (KLB), HSBC, Citibank, Public Bank
MB Ageas	NH Quân Đội (MBB), BAB
Chubb	NH Việt Á (VAB), BVB
Generali	NH Phương Đông (OCB)
FWD	Agribank, NH Ngoại Thương (VCB), HDB, NH Nam Á (NAB)
Sun Life	NH Á Châu (ACB)
BIDV MetLife	NH TMCP Đầu Tư và Phát Triển Việt Nam (BID)

NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo và website công ty

Chúng tôi cho rằng banca là một kênh hiệu quả để các doanh nghiệp BH tăng trưởng một cách nhanh chóng, vì sự hợp tác này cho phép các doanh nghiệp BH tiếp cận danh sách khách hàng khổng lồ của các NH. Ngoài ra, khi các NH và chuyên viên NH được trả phí hoa hồng cao, họ sẽ có nhiều động lực đẩy mạnh bán chéo các sản phẩm BH NT. Manulife, công ty đã vươn lên vị trí số 1 về DT KTM, đạt được thành công này một phần lớn là nhờ vào quan hệ đối tác với các ngân hàng SCB, TCB và CTG.

Mặc dù bancassurance là một kênh tăng trưởng tốt, banca cũng có những mặt hạn chế riêng. Đây là một kênh bán hàng tốn kém nếu so sánh với kênh đại lý truyền thống. Các doanh nghiệp BH có tỷ trọng bán hàng qua banca lớn hơn



thường phải chịu chi phí hoa hồng và chi phí bán hàng cao hơn so với những công ty tập trung hơn vào kênh đại lý.

Ngoài ra, kênh banca thường có dịch vụ chăm sóc khách hàng kém hơn so với kênh đại lý, bằng chứng là tỷ lệ duy trì hợp đồng thấp hơn (tỷ lệ chủ hợp đồng tiếp tục đóng phí tái tục). Theo trao đổi của chúng tôi với một số chuyên gia, tỷ lệ duy trì hợp đồng có thể nằm ở khoảng hơn 90% cho kênh đại lý, so với chỉ 60% cho kênh banca. Sự khác biệt rõ rệt khả năng cao đến từ việc các chuyên viên NH chưa có chuyên môn để đưa ra tư vấn phù hợp cho khách hàng. Trong khi đó, các tư vấn viên đại lý đã được đào tạo bài bản trước khi được cấp giấy phép hành nghề. Do đó, họ được trang bị nhiều kiến thức hơn để giúp khách hàng lựa chọn những gói BH phù hợp nhất dựa trên tình hình tài chính của khách hàng.

Như đã đề cập ở trên, BVH là doanh nghiệp BH nhân thọ top đầu duy nhất chưa thực hiện một thương vụ banca tầm cỡ nào. Đối tác banca duy nhất của BVH là PGBank, một ngân hàng nhỏ. Theo như trao đổi của chúng tôi với doanh nghiệp, Bảo Việt cho rằng chi phí kênh banca rất cao và chưa chắc đã hiệu quả như kênh đại lý. Vì vậy, hiện BVH chưa có hứng thú với việc thực hiện một thương vụ banca lớn. Do đó, gần như 100% khách hàng của BVH vẫn đang đến từ kênh đại lý.

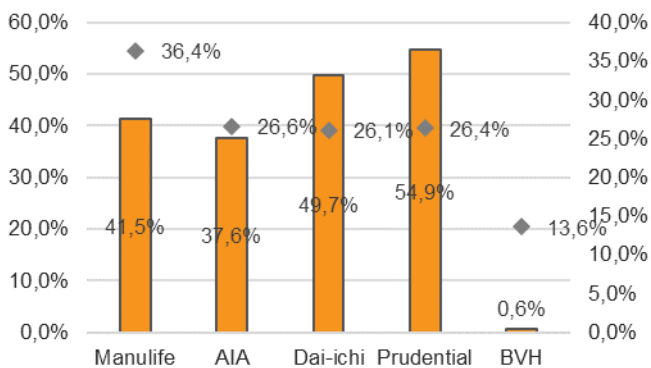
**Chúng tôi cho rằng với những lợi thế riêng của mình, BVH có thể đạt được hiệu quả và tăng trưởng tốt mà không cần đầu tư nhiều vào kênh banca.**

Mặc dù việc thiếu banca có thể hạn chế cơ hội tăng trưởng của BVH, nhưng họ lại có những lợi thế cạnh tranh đặc biệt về tiếp thị và phân phối để đảm bảo tăng trưởng doanh thu. Thứ nhất, BVH có khả năng tận dụng hệ sinh thái dịch vụ tài chính toàn diện bao của mình gồm BH (NT và PNT), ngân hàng, môi giới chứng khoán, và quản lý quỹ để phát triển, quản lý, và phân phối các sản phẩm NT.

Thứ hai, BVH sở hữu mạng lưới đại lý phân phối lớn nhất cả nước với 187.782 đại lý tính đến cuối năm 2021. Các tư vấn viên đại lý phân phối sản phẩm của Bảo Việt đều được đào tạo bài bản và có xu hướng gắn bó lâu dài với doanh nghiệp. Hơn nữa, các chi nhánh & văn phòng của BVH trên khắp các tỉnh thành ở Việt Nam đều nằm ở những vị trí đắc địa với chi phí thuê thấp, giúp doanh nghiệp đạt được hiệu quả tiếp thị cao.

Cuối cùng, do BTC và SCIC có cổ phần trong BVH, những người làm việc cho các tổ chức chính phủ được giới thiệu và khuyến khích mua các sản phẩm của BVH. Do đó, chi phí khai thác liên quan đến nhóm khách hàng này sẽ ở mức thấp. Chúng tôi lưu ý rằng doanh nghiệp nhà nước (DNNN) vẫn chiếm một phần quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, các DNNN đã đóng góp trên 29% GDP vào năm 2021.

Hình 27: BVH có chi phí hoa hồng và chi phí bán hàng thấp hơn nhiều so với những đối thủ lớn (dữ liệu năm 2021)

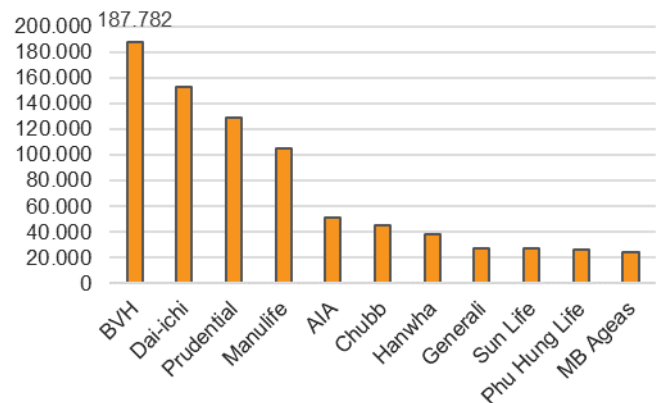


■ % DT KTM từ banca (trái) ♦ Tỷ lệ chi phí hoa hồng & bán hàng (phải)

NGUỒN: VNDIRECT Research, HHBH, Báo cáo công ty

Ghi chú: Tỷ lệ chi phí hoa hồng & bán hàng = Chi phí / Phí BH gốc

Hình 28: BVH hiện nắm trong tay mạng lưới đại lý phân phối với quy mô lớn nhất thị trường



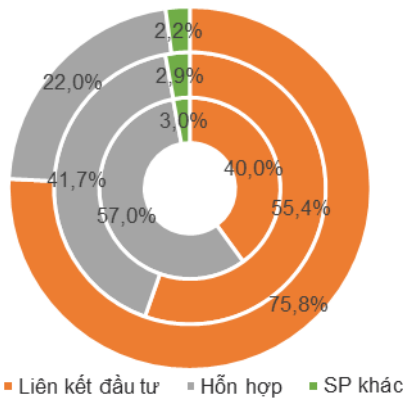
NGUỒN: VNDIRECT Research, HHBH



**BVH đang có kế hoạch ra mắt sản phẩm BH liên kết đơn vị vào năm 2023, điều này có thể thúc đẩy tăng trưởng doanh thu**

BH hỗn hợp (được coi là sản phẩm “truyền thống”) và BH liên kết đầu tư (bao gồm BH liên kết chung và BH liên kết đơn vị) là hai nhóm sản phẩm NT chính tại Việt Nam. Vào năm 2015 hoặc 7 năm trước, BH hỗn hợp là nhóm sản phẩm phổ biến hơn, chiếm 57% tổng phí BH gốc và 47% doanh thu khai thác mới. Tuy nhiên, nhóm sản phẩm liên kết đầu tư đã trở nên thịnh hành hơn theo thời gian và tính đến năm ngoái, chiếm 76% tổng phí BH gốc và 95% doanh thu khai thác mới. Theo quan điểm của chúng tôi, việc sở thích của người tiêu dùng dần thay đổi từ BH hỗn hợp sang các nhóm BH liên kết đầu tư bắt nguồn từ nhu cầu đầu tư ngày càng gia tăng của tầng lớp trung lưu.

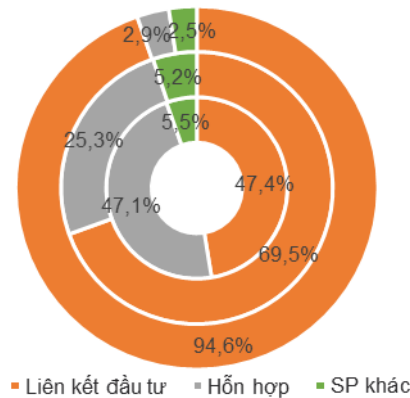
**Hình 29: BH hỗn hợp đã từng là sản phẩm NT lớn nhất; tuy nhiên, vị trí này hiện thuộc về BH liên kết đầu tư (trong-ngoài 2015-2018-2021)**



NGUỒN: VNDIRECT Research, BTC, HHHB

Ghi chú: Hình vẽ thể hiện % tổng phí BH gốc và không bao gồm BH bỏ thầu

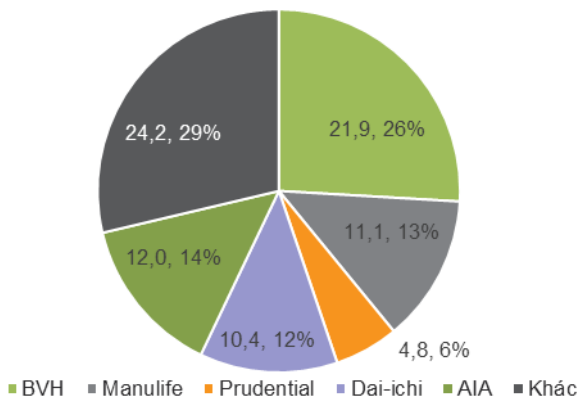
**Hình 30: BH liên kết đầu tư chiếm hơn 90% DT KTM trong năm qua (trong-ngoài 2015-2018-2021)**



NGUỒN: VNDIRECT Research, BTC, HHHB

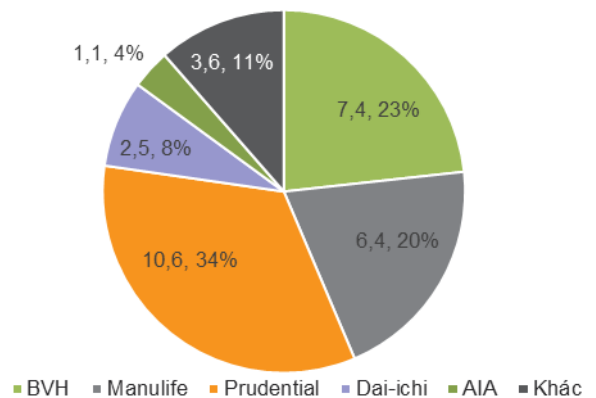
Ghi chú: Hình vẽ thể hiện % tổng DT KTM và không bao gồm BH bỏ thầu

**Hình 31: BVH dẫn đầu thị trường bảo hiểm liên kết chung (dựa trên phí BH gốc năm 2021 – nghìn tỷ)**



NGUỒN: VNDIRECT Research, HHHB, Báo cáo công ty

**Hình 32: BVH là nhà cung cấp BH hỗn hợp lớn thứ 2 trên thị trường (dựa trên phí BH gốc năm 2021 – nghìn tỷ)**



NGUỒN: VNDIRECT Research, HHHB, Báo cáo công ty

Trong vòng 2-3 năm qua, BH liên kết đơn vị đã nổi lên thành sản phẩm có tốc độ tăng trưởng cao hơn so với BH liên kết chung, do người tiêu dùng ngày càng muốn cá nhân hóa khoản đầu tư của mình và tìm kiếm khả năng sinh lời cao hơn thông qua việc đầu tư vào thị trường chứng khoán. Năm ngoái, DT KTM của các sản phẩm liên kết đơn vị đã tăng gần 3 lần lên 16,5 nghìn tỷ đồng (37% thị trường) từ 5,8 nghìn tỷ đồng năm 2020 (16% thị trường). Trong khi đó, DT KTM của BH liên kết chung giảm 7% xuống 25,2 nghìn tỷ đồng (57% thị trường—vẫn là sản phẩm lớn nhất) còn DT KTM của sản phẩm BH hỗn hợp giảm 55%, chỉ đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (3% thị trường). Sau đây, chúng tôi sẽ liệt kê những điểm giống và khác nhau cơ bản giữa 3 sản phẩm này.

Hình 33: So sánh các đặc điểm chính của BH hỗn hợp, BH liên kết chung, và BH liên kết đơn vị

	Hỗn hợp	Liên kết chung	Liên kết đơn vị
<b>Đặc thù cơ bản</b>	- Chỉ bao gồm quyền lợi bảo vệ	- Kết hợp cả bảo vệ và đầu tư	
<b>Phí bảo hiểm</b>	- Thường được cố định trong suốt hợp đồng	- Phí được tách ra thành 2 cấu phần: bảo hiểm và đầu tư - Chủ hợp đồng có thể đóng thêm phí vào cấu phần đầu tư	
<b>Quyền lợi bảo hiểm</b>	- Cả 3 sản phẩm đều có quyền lợi bảo hiểm khi tử vong và quyền lợi đáo hạn hợp đồng		
<b>Quyền lợi đầu tư</b>	- Khả năng sinh lời hạn hẹp do khả năng cao giá trị đáo hạn không khác nhiều so với tổng phí đã đóng	- Công ty bảo hiểm cam kết mức lãi suất đầu tư tối thiểu	- Công ty bảo hiểm <b>không</b> cam kết mức lãi suất đầu tư tối thiểu, đồng nghĩa với việc chủ hợp đồng chịu hoàn toàn rủi ro đầu tư - Lợi suất đầu tư dựa theo hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư chọn bởi chủ hợp đồng
<b>Phân bổ tài sản đầu tư</b>	- Được quyết định bởi công ty bảo hiểm - Chủ yếu là tiền gửi NH và trái phiếu; rất ít cổ phiếu		- Tùy theo khẩu vị rủi ro của chủ hợp đồng - Tỷ lệ cổ phiếu đại chúng từ 0% đến 100%

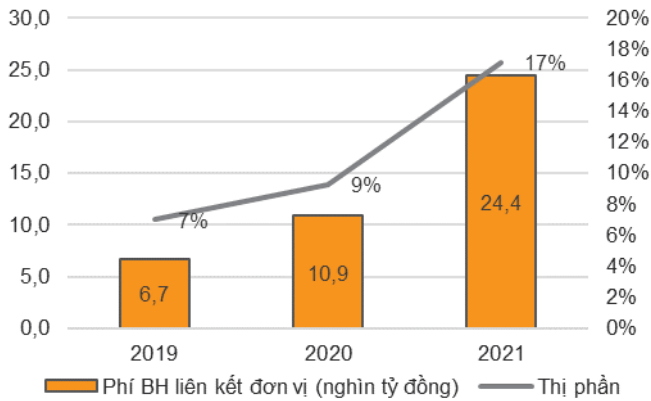
NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Ở phân khúc BH liên kết chung, BVH hiện đang dẫn đầu thị trường với doanh thu phí BH gốc năm 2021 là 21,9 nghìn tỷ đồng, tương đương với 26% thị phần. Trong phân khúc BH hỗn hợp, BVH cũng là một trong những doanh nghiệp hàng với vị trí số 2 (sau Prudential) và phí BH gốc năm 2021 là 7,4 tỷ nghìn đồng, tương đương với 23% thị phần. BVH hiện không cung cấp bất kỳ sản phẩm liên kết đơn vị nào và đáng tiếc đã bỏ lỡ sự tăng trưởng nhanh chóng của sản phẩm này trong những năm gần đây. Tuy nhiên, theo như trao đổi của chúng tôi với BVH, doanh nghiệp đang có kế hoạch thâm nhập vào phân khúc này trong năm tới (sản phẩm hiện đang chờ BTC phê duyệt). Động thái này nếu thành công sẽ thúc đẩy tiềm năng doanh thu của BVH. Chúng tôi kỳ vọng sản phẩm liên kết đơn vị sẽ trở thành sản phẩm phổ biến nhất đối với người tiêu dùng nhờ tính linh hoạt và khả năng sinh lời cao mặc dù tỷ lệ rủi ro cũng có thể cao hơn.

Sản phẩm BH liên kết đơn vị chiếm đến 37% doanh thu khai thác mới trong năm ngoái nhưng chỉ chiếm 17% tổng phí BH gốc. Điều đó cho thấy cho thấy tiềm năng tăng trưởng rộng mở của sản phẩm này trong tương lai. Chúng tôi cũng nhận thấy rằng ở Mỹ, các sản phẩm tương tự với sản phẩm liên kết đơn vị, bao gồm indexed universal life (IUL), variable universal life (VUL) và variable annuity, đều nằm trong nhóm những sản phẩm NT bán chạy nhất. Theo dữ liệu của LIMRA, IUL và VUL lần lượt chiếm đến 25% và 12% doanh thu BH NT bán lẻ ở Mỹ vào năm 2021 trong khi variable annuity chiếm đến 49% doanh thu annuity bán lẻ ở quốc gia này.

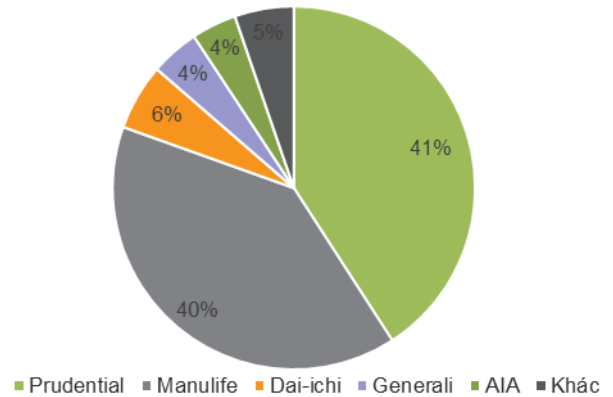
Dựa vào dữ liệu của HHBH tính đến năm 2021, chỉ có 9 doanh nghiệp BH hiện đang cung cấp sản phẩm liên kết đơn vị tại Việt Nam. Xét trên doanh thu BH gốc năm 2021, Prudential và Manulife đang thống lĩnh thị trường này với thị phần lần lượt là 41% và 40%. Xét về sự tập trung thị phần của top 2 và triển vọng tăng trưởng rộng mở, chúng tôi tin rằng vẫn còn nhiều dư địa để BVH chiếm thị phần trong phân khúc BH liên kết đơn vị, tương tự như doanh nghiệp đã thành công trong phân khúc BH liên kết chung. Chúng tôi lưu ý rằng Bảo Việt đang sở hữu một đội ngũ quản lý quỹ lớn và giàu kinh, một yếu tố quan trọng trong việc xây dựng sản phẩm liên kết đơn vị. Tính đến cuối năm 2021, tài sản do quỹ Bảo Việt quản lý (AUM) đã đạt 96 nghìn tỷ đồng, giúp công ty một trong những nhà quản lý tài sản lớn nhất Việt Nam cùng với Manulife Investment Management VN (95 nghìn tỷ đồng AUM) và Eastspring Vietnam (quản lý tài sản cho Prudential với 152 nghìn tỷ đồng AUM tính đến ngày 30/06/2022).

**Hình 34: BH liên kết đơn vị đã ghi nhận mức tăng trưởng nhảy vọt trong 2 năm vừa qua**



NGUỒN: BTC, HHBH, VNDIRECT Research

**Hình 35: Dựa trên phí BH gốc năm 2021, Prudential and Manulife đang nắm trên 80% thị phần BH liên kết đơn vị**



NGUỒN: BTC, HHBH, VNDIRECT Research

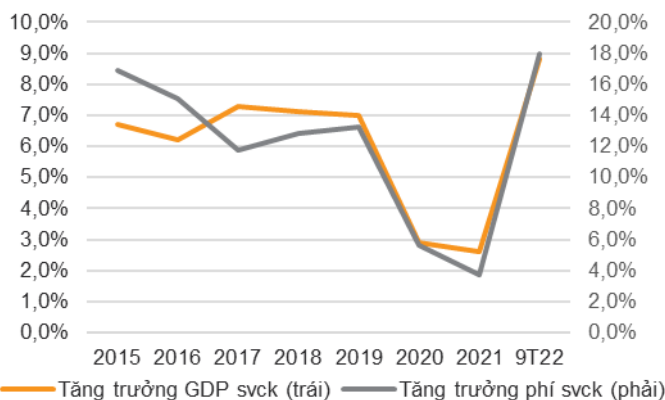
**Tăng trưởng mảng PNT sẽ đến từ việc biên lợi nhuận được cải thiện**

**BVH với nhiều ưu thế đã nắm bắt được tốt sự phục hồi của ngành BH PNT hậu COVID-19**

Đại dịch COVID-19 đến Việt Nam vào tháng 3 năm 2020 và đã gây ra thiệt hại vô cùng nặng nề lên các hoạt động kinh tế và xã hội trên khắp cả nước. Tăng trưởng kinh tế đã sụt giảm đáng kể từ mức 7,0% trước COVID xuống 2,9%/2,3% trong 2 năm 2020/2021. Việc này đã gây ảnh hưởng xấu đến ngành BH PNT khi tăng trưởng doanh thu phí BH đã giảm từ mức 12-15% trước COVID xuống còn có 5,6 %/3,7%.

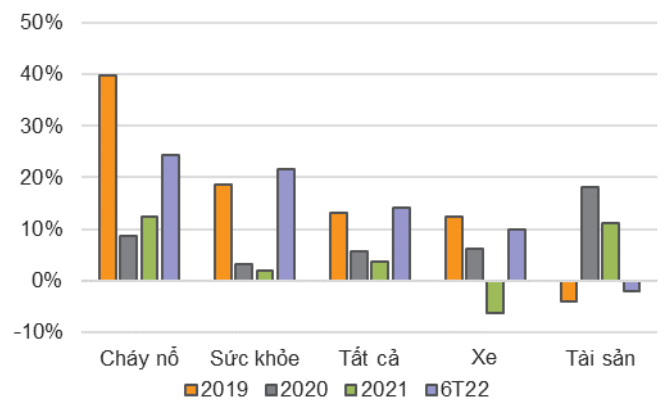
Hậu COVID trong năm nay, Việt Nam đã chứng kiến tốc độ phục hồi mạnh mẽ của nền kinh tế và ngành BH PNT theo sau. Cụ thể, dữ liệu GSO cho thấy svck năm ngoái, tăng trưởng phí BH PNT trong 9T22 đã đạt 18%, cao hơn so mức trước COVID. Sự phục hồi mạnh mẽ được thấy rõ ở hầu hết các dòng sản phẩm PNT bao gồm sức khỏe, xe cộ, và cháy nổ. Cùng với ngành, BVH cũng đang trên đà phục hồi tốt khi tăng trưởng phí của doanh nghiệp đã bật tăng quay trở lại mức dương trong 9T22 sau hai năm sụt giảm do dịch bệnh.

**Hình 36: Phí BH PNT đã bật tăng mạnh trong năm nay từ đáy COVID**



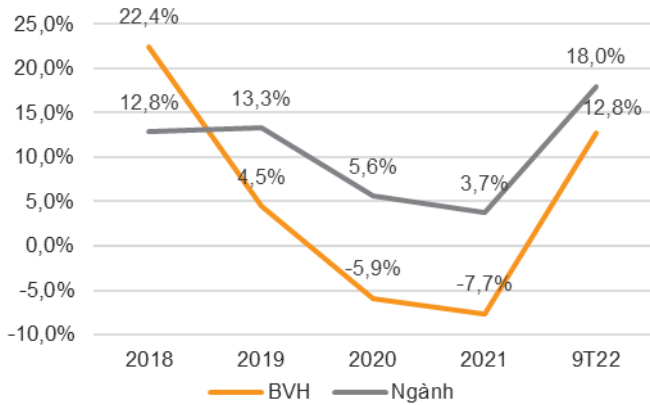
Nguồn: Swiss Re, HHBH, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 37: Hầu hết các sản phẩm BH lớn đều ghi nhận sự phục hồi tốt**



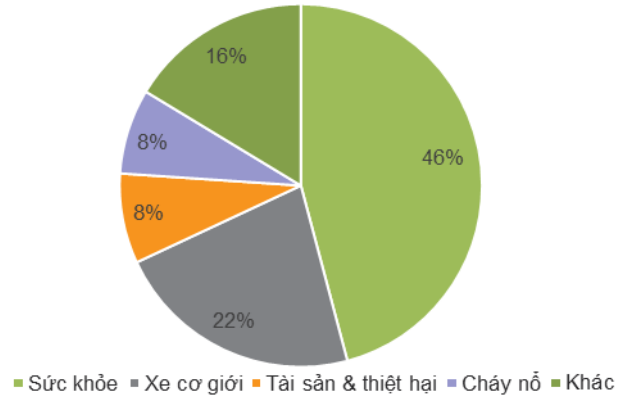
Nguồn: HHBH, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 38: Tăng trưởng phí BH PNT của BVH đã bật mạnh trở lại về mức dương trong năm nay**



Nguồn: HHBH, Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 39: Cơ cấu sản phẩm BH PNT của BVH dựa theo phí BH gốc năm 2021**

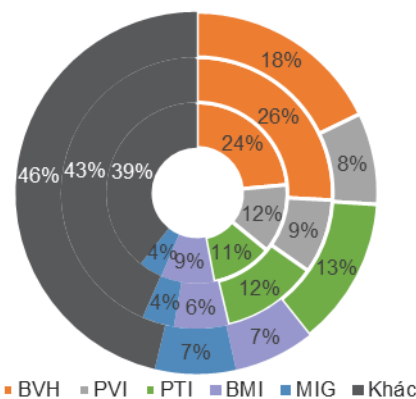


Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Ở trong các dòng BH cá nhân, Bảo Việt hiện đang là nhà cung cấp BH sức khỏe lớn nhất và là nhà cung cấp BH xe cơ giới lớn thứ 2 thị trường. Dựa theo trao đổi của chúng tôi với một số chuyên gia, BVH từ lâu đã giữ vị trí thống lĩnh trong thị trường BH tai nạn con người cho học sinh nhờ tạo được niềm tin tốt với lãnh đạo nhà trường. Một lợi thế cạnh tranh đặc biệt khác của BVH ở mảng BH sức khỏe là khả năng bán chéo các sản phẩm BH chăm sóc sức khỏe thông qua mạng lưới đại lý bảo hiểm NT rộng lớn trên toàn quốc.

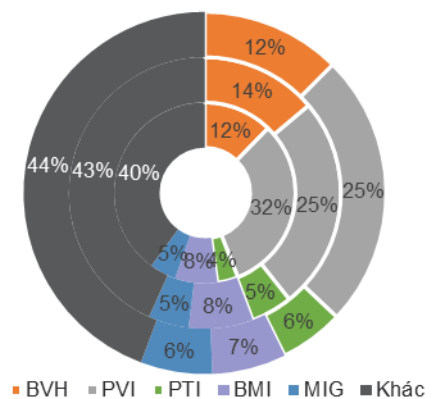
Ở trong các dòng BH thương mại, Bảo Việt cũng có thị phần đứng đầu hoặc top 2 trong các dòng sản phẩm lớn như BH tài sản & thiệt hại, cháy nổ, hàng hải, hay hàng không. Theo tìm hiểu của chúng tôi, các hợp đồng BH thương mại lớn nhất (và với tiềm năng sinh lời cao nhất) thường đến từ các DN NN. Do đó, duy trì mối quan hệ tốt với các DN NN là yếu tố quan trọng để giành được các hợp đồng này. BVH, PVI và BMI, những công ty hàng đầu trong thị trường BH thương mại đều có mối quan hệ chặt chẽ với nhà nước thông qua sở hữu vốn cổ phần ở nhiều mức khác nhau.

**Hình 40: BVH nắm thị phần lớn ở 2 mảng BH sức khỏe và BH xe cơ giới (trong-ngoài, 2015-2018-2021)**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 41: Đồng thời, BVH cũng đạt được thị phần đáng kể ở các dòng sản phẩm BH thương mại (trong-ngoài, 2015-2018-2021)**

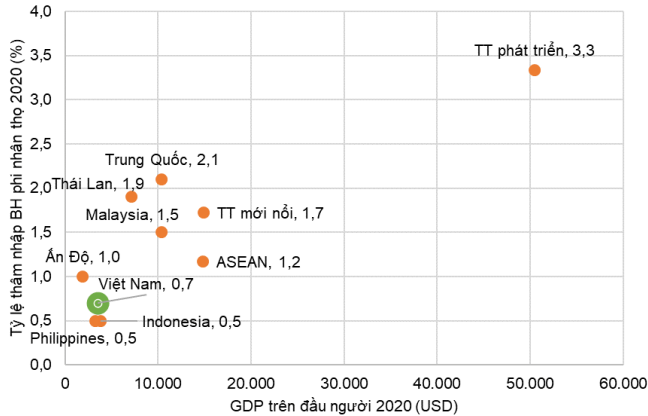


Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Trong dài hạn, chúng tôi nhận định cơ hội tăng trưởng cho ngành BH PNT là rất lớn do tỷ lệ thâm nhập PNT của Việt Nam (phí BH chia cho GDP) chỉ ở mức 0,7% vào năm 2020, thấp hơn nhiều so với mức thâm nhập trung bình ở ASEAN và các thị trường mới nổi lần lượt là 1,2% và 1,7%. Với danh tiếng lâu đời, mạng lưới phân phối rộng khắp và giàu kinh nghiệm, cùng với sự hỗ trợ của nhà nước, chúng tôi tin rằng BVH sẽ duy trì được vị thế là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong thị trường BH PNT.

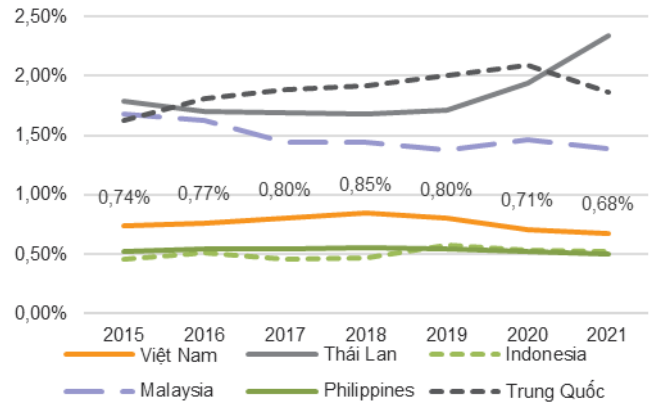


Hình 42: Tỷ lệ thâm nhập BH PNT ở Việt Nam đang thấp hơn tương đối nhiều so với các nước phát triển



Nguồn: Swiss Re, World Bank, VNDIRECT RESEARCH

Hình 43: Tỷ lệ thâm nhập BH PNT ở Việt Nam giảm trong 2 năm 2020-2021 do ảnh hưởng bởi dịch COVID



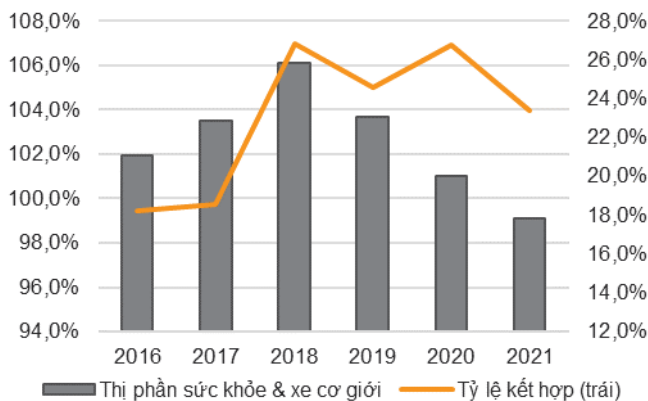
Nguồn: Swiss Re, VNDIRECT RESEARCH

### BVH đang chuyển trọng tâm sang cải thiện chỉ số kết hợp hơn là tăng trưởng thị phần

Mặc dù có quy mô là công ty BH PNT lớn nhất, nhưng kết quả biên lợi nhuận của BVH ở mảng này chưa được tốt. Tỷ lệ kết hợp của BVH đạt 104% vào năm ngoái và cao thứ 2 trong số các doanh nghiệp BH được niêm yết. Chúng tôi tin rằng tỷ lệ kết hợp cao của BVH đến từ việc doanh nghiệp có tỷ trọng doanh thu lớn ở 2 mảng BH sức khỏe và xe cơ giới. Dựa trên dữ liệu của HNBH, tỷ lệ bồi thường của BVH trong hai dòng sản phẩm này cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành.

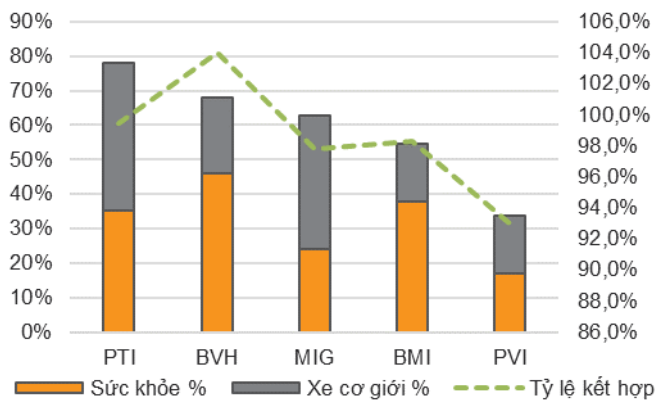
Theo như trao đổi của chúng tôi với một số chuyên gia, hai lý do chính có thể giải thích tại sao việc đạt được thị phần lớn không nhất thiết có nghĩa biên lợi nhuận sẽ hấp dẫn trong hai dòng sản phẩm này. Đầu tiên, không giống như các dòng BH thương mại, thị trường BH sức khỏe và xe cơ giới phải đối mặt với tỷ lệ gian lận BH rất cao. Thứ hai, phí BH suy giảm do cạnh tranh gay gắt gây sức ép rất lớn lên biên lợi nhuận. Trao đổi mới nhất của chúng tôi với BVH cho thấy doanh nghiệp đã và đang chuyển trọng tâm sang cải thiện biên lợi nhuận hơn là giành thị phần bằng mọi giá trong các dòng BH dành cho cá nhân. Việc này có thể sẽ ảnh hưởng không tốt đến tăng trưởng doanh thu, nhưng đổi lại sẽ giúp cải thiện khả năng sinh lời.

Hình 44: Tỷ lệ kết hợp của BVH mang tỷ lệ thuận với thị phần của công ty ở mảng BH sức khỏe & xe cơ giới



Nguồn: Báo cáo công ty, HNBH, VNDIRECT RESEARCH

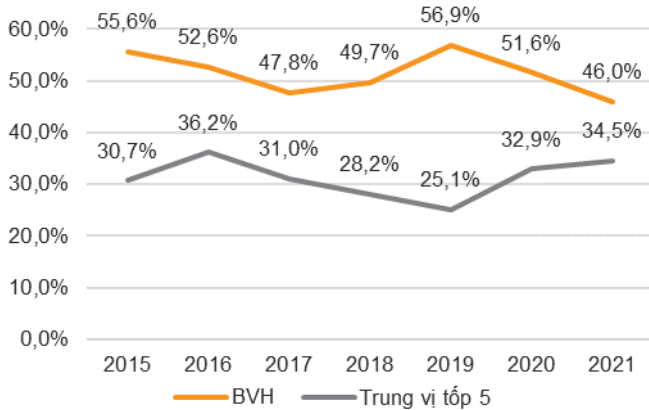
Hình 45: Các công ty BH có tỷ trọng doanh thu lớn từ các dòng SP BH cá nhân (sức khỏe & xe cơ giới) ghi nhận mức tỷ lệ kết hợp trong năm 2021 cao hơn các công ty BH có tỷ trọng nhỏ



Nguồn: Báo cáo công ty, HNBH, VNDIRECT RESEARCH

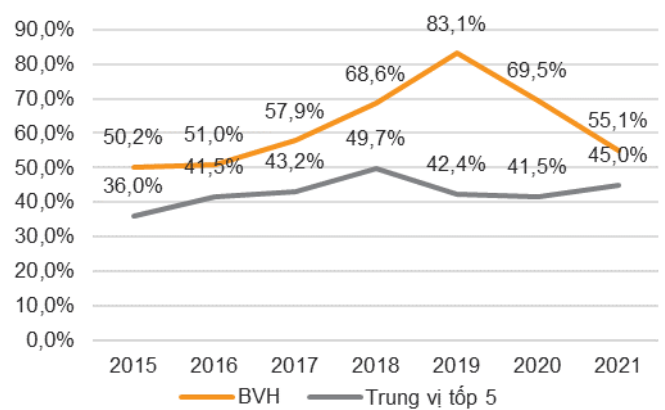


**Hình 46: Tỷ lệ bồi thường của BVH ở mảng BH sức khỏe cao hơn mức trung vị của 5 công ty lớn nhất**



Nguồn: Báo cáo công ty, HHHB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 47: Tỷ lệ bồi thường của BVH ở mảng BH xe cơ giới cũng cao hơn mức trung vị của 5 công ty lớn nhất**



Nguồn: Báo cáo công ty, HHHB, VNDIRECT RESEARCH

## Dự phóng lợi nhuận giai đoạn 2022-2024

### Bảo hiểm nhân thọ

Chúng tôi dự phóng mảng BH NT của BVH sẽ ghi nhận tăng trưởng phí BH gốc lần lượt ở mức 10,0%/9,7%/9,4% trong các năm 2022/23/24. Dự phóng này thể hiện quan điểm của chúng tôi rằng doanh nghiệp sẽ duy trì thị phần tốt trong phân khúc sản phẩm BH hỗn hợp và BH liên kết chung. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng rằng BVH sẽ cho ra mắt sản phẩm BH liên kết đơn vị vào năm sau, và đây sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu quan trọng của doanh nghiệp trong dài hạn.

Về mặt lợi nhuận, chúng tôi dự phóng tỷ lệ dự phòng (tăng dự phòng nghiệp vụ chia cho phí BH gốc) sẽ giảm trong năm 2023 do lợi suất TPCP/lãi suất chiết khấu sẽ tăng cao hơn. Ở chiều hướng ngược lại, chúng tôi cũng kỳ vọng chi phí bồi thường & đáo hạn và chi phí hoa hồng & bán hàng có thể sẽ tăng, và làm giảm bớt tăng trưởng lợi nhuận thu được từ việc tỷ lệ dự phòng giảm.

### Bảo hiểm phi nhân thọ

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng phí BH gốc lần lượt ở mức 9,2%/6,9%/6,6% trong các năm 2022/23/24 cho mảng BH PNT của BVH, thấp hơn so với mức tăng trưởng của ngành ở trong khoảng 10-12%. Mức tăng trưởng phí BH gốc này tương đương với tăng trưởng phí BH thuần lần lượt ở mức 24,1%/4,1%/7,7%. Những dự phòng này được dựa trên quan điểm của chúng tôi rằng công ty sẽ tiếp tục tập trung vào lợi nhuận hơn là thị phần trong một vài năm tới. Về mặt biên lợi nhuận, chúng tôi dự phóng tỷ lệ kết hợp của BVH sẽ được cải thiện từ 105,0% trong năm 2022 xuống còn lần lượt 104,7%/104,2% trong 2 năm 2023/24.

### Hợp nhất

Về hoạt động đầu tư tài chính, chúng tôi kỳ vọng BVH sẽ đạt được lợi suất đầu tư tốt hơn trong 2 năm tới khi doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi từ lãi suất huy động cao hơn. Dự phóng về lợi suất đầu tư của chúng tôi trong các năm 2022/23/24 lần lượt là 5,4%/6,5%/7,0%. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng BVH sẽ đạt được mức tăng trưởng lợi nhuận 66%/27% trong hai năm 2023/24. Hai động lực tăng trưởng chính sẽ đến từ lợi suất đầu tư tốt hơn và gánh nặng dự phòng toán học giảm bớt do lãi suất chiết khấu cao hơn. Theo giả định của chúng tôi, ROE dự kiến sẽ được cải thiện từ dưới mức 10% trong năm nay lên lần lượt là 12,5%/14,2% trong 2 năm 2023/24. Đối với việc trả cổ tức, chúng tôi giả định BVH có thể trả ~40% lợi nhuận bằng cổ tức tiền mặt từ năm 2023 trở đi và vẫn đảm bảo đầy đủ các tỷ lệ liên quan đến khả năng thanh toán.

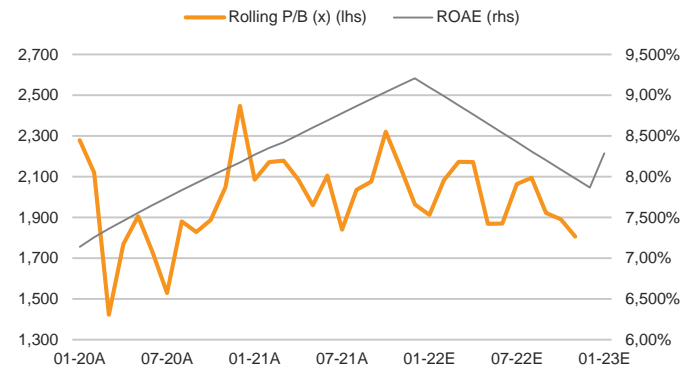
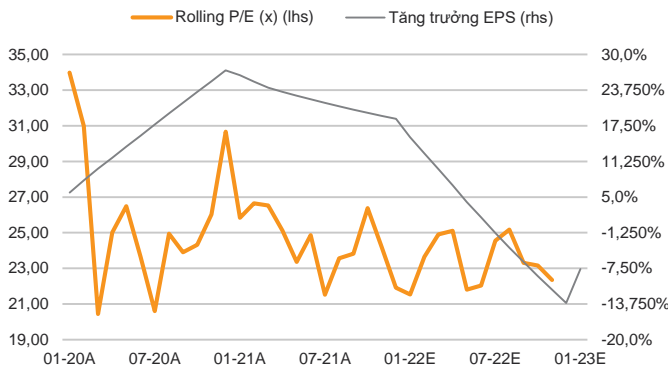
Hình 48: Các chỉ tiêu tài chính quan trọng

Chỉ số tài chính (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	Tăng trưởng 2024 kép 5 năm	
<b>Hợp nhất</b>							
Phí bảo hiểm	35.815	38.205	39.997	43.139	47.305	51.450	7,5%
svck	16,0%	6,7%	4,7%	7,9%	9,7%	8,8%	
Phí bảo hiểm thuần	32.730	33.444	35.892	40.231	43.777	47.763	7,9%
svck	15,5%	2,2%	7,3%	12,1%	8,8%	9,1%	
Khoản đầu tư tài chính	108.761	125.592	149.391	177.513	201.890	229.665	16,1%
svck	12,8%	15,5%	18,9%	18,8%	13,7%	13,8%	
Lợi suất đầu tư tài chính	6,9%	7,1%	6,2%	5,4%	6,5%	7,0%	
svck	-328bps	22bps	-95bps	-75bps	106bps	55bps	
Lợi nhuận hoạt động tài chính	5.687	7.654	7.852	8.299	11.284	14.087	19,9%
svck	-22,5%	34,6%	2,6%	5,7%	36,0%	24,8%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	3.517	3.757	3.998	4.114	4.604	5.109	37,4%
svck	1,8%	6,8%	6,4%	2,9%	11,9%	11,0%	
Lợi nhuận sau thuế của chủ sở hữu tập đoàn	1.188	1.598	1.897	1.639	2.728	3.476	23,9%
svck	5,6%	34,4%	18,7%	-13,6%	66,4%	27,4%	
<b>Lãi cơ bản trên cổ phiếu</b>							
	<b>1.626</b>	<b>2.097</b>	<b>2.555</b>	<b>2.208</b>	<b>3.675</b>	<b>4.683</b>	<b>23,6%</b>
svck	<b>-0,3%</b>	<b>28,9%</b>	<b>21,9%</b>	<b>-13,6%</b>	<b>66,4%</b>	<b>27,4%</b>	
Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu	25.688	26.961	28.527	27.612	30.437	33.620	5,5%
svck	22,1%	5,0%	5,8%	-3,2%	10,2%	10,5%	
<b>Nhận thọ:</b>							
Phí bảo hiểm gốc	25.452	28.038	30.558	33.610	36.863	40.315	9,6%
svck	18,3%	10,2%	9,0%	10,0%	9,7%	9,4%	
Tăng dự phòng nghiệp vụ	15.642	19.096	20.354	21.641	23.588	25.991	10,7%
svck	2,7%	22,1%	6,6%	6,3%	9,0%	10,2%	
Tỷ lệ dự phòng nghiệp vụ	61,5%	68,1%	66,6%	64,4%	64,0%	64,5%	
svck	-934bps	665bps	-150bps	-222bps	-40bps	48bps	
Chi phí bồi thường và chi trả đáo hạn thuần	7.457	7.490	8.832	10.697	12.396	13.961	13,4%
svck	24,2%	0,4%	17,9%	21,1%	15,9%	12,6%	
Tỷ lệ chi bồi thường và chi trả đáo hạn thuần	29,3%	26,7%	28,9%	31,8%	33,6%	34,6%	
svck	138bps	-258bps	219bps	292bps	180bps	100bps	
Tỷ lệ chi phí hoa hồng & bán hàng	13,8%	15,3%	13,6%	13,1%	14,4%	15,4%	
svck	-214bps	148bps	-172bps	-45bps	125bps	100bps	
Biên LNTT	4,3%	3,8%	3,6%	4,0%	6,3%	7,4%	
svck	-11bps	-50bps	-29bps	49bps	226bps	108bps	
Tỷ lệ biên khả năng thanh toán	107%	107%	111%	101%	100%	101%	
<b>Phi nhân thọ:</b>							
Phí bảo hiểm gốc	10.297	9.689	8.946	9.772	10.441	11.136	1,6%
svck	4,5%	-5,9%	-7,7%	9,2%	6,9%	6,6%	
Phí bảo hiểm thuần	7.316	5.444	5.364	6.656	6.930	7.464	0,4%
svck	6,7%	-25,6%	-1,5%	24,1%	4,1%	7,7%	
Tỷ lệ bồi thường	60,9%	58,2%	42,8%	57,7%	55,2%	55,0%	
svck	-26bps	-275bps	-1544bps	1493bps	-253bps	-19bps	
Tỷ lệ chi phí	44,1%	48,7%	61,2%	47,3%	49,5%	49,2%	
svck	-172bps	465bps	1252bps	-1391bps	221bps	-32bps	
Tỷ lệ kết hợp	105,0%	106,9%	104,0%	105,0%	104,7%	104,2%	
svck	-198bps	191bps	-292bps	102bps	-31bps	-52bps	
Biên LNTT	1,1%	1,6%	4,7%	1,4%	3,6%	5,4%	
svck	-2bps	50bps	310bps	-332bps	218bps	180bps	
Tỷ lệ biên khả năng thanh toán	108%	144%	201%	144%	144%	142%	
<b>Chỉ số sinh lời:</b>							
ROA	1,02%	1,17%	1,27%	0,90%	1,34%	1,51%	
svck	-11bps	15bps	10bps	-37bps	44bps	17bps	
ROE	7,3%	8,1%	9,0%	7,6%	12,5%	14,2%	
svck	-38bps	78bps	97bps	-145bps	488bps	174bps	

\* bps = điểm cơ bản

NGUỒN: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Doanh thu phí bảo hiểm thuần</b>	<b>41.029</b>	<b>44.550</b>	<b>48.570</b>
Hoa hồng TBH và khác	0	0	0
<b>Doanh thu thuần HKKD BH</b>	<b>41.029</b>	<b>44.550</b>	<b>48.570</b>
<b>Doanh thu hoạt động tài chính</b>	<b>8.299</b>	<b>11.284</b>	<b>14.087</b>
Thu nhập ròng khác	49	80	80
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>49.377</b>	<b>55.914</b>	<b>62.737</b>
Chi bồi thường BH gốc và chi trả đáo hạn	(14.350)	(16.149)	(17.989)
Tăng/giảm dự phòng dao động lớn	(4.114)	(4.604)	(5.109)
Các chi phí hoạt động khác	(7.100)	(8.164)	(9.255)
<b>Tổng chi phí HKKD BH</b>	<b>(25.564)</b>	<b>(28.918)</b>	<b>(32.353)</b>
Chi phí hoạt động tài chính			
Lãi (lỗ) trong công ty liên doanh, liên kết			
Chi phí quản lý DN	(21.808)	(23.657)	(26.065)
Tổng chi phí HĐ	(47.372)	(52.575)	(58.419)
<b>EBITDA thuần</b>	<b>2.005</b>	<b>3.339</b>	<b>4.319</b>
Lợi nhuận khác	94	96	96
<b>LN trước thuế</b>	<b>2.099</b>	<b>3.435</b>	<b>4.415</b>
Thuế	(383)	(587)	(759)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1.717</b>	<b>2.848</b>	<b>3.656</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(78)	(120)	(180)
<b>LN ròng</b>	<b>1.639</b>	<b>2.728</b>	<b>3.476</b>
Thu nhập trên vốn	1.639	2.728	3.476
Cổ tức phổ thông	(631)	(1.113)	(1.485)
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.008</b>	<b>1.615</b>	<b>1.992</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền mặt tại NH	2.922	4.520	5.229
Đầu tư ngắn hạn	99.891	113.608	129.238
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>102.812</b>	<b>118.128</b>	<b>134.467</b>
Tổng đầu tư	77.622	88.282	100.427
<b>Tài sản cố định</b>	<b>1.439</b>	<b>1.513</b>	<b>1.587</b>
Tài sản vô hình	920	920	920
<b>Tổng tài sản khác</b>	<b>13.000</b>	<b>14.134</b>	<b>15.410</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>195.794</b>	<b>222.978</b>	<b>252.811</b>
Vay & nợ ngắn hạn	19.412	19.412	19.412
Nợ khách hàng	19	21	23
Phải trả người bán	2.841	3.091	3.372
Thuế phải trả	146	159	174
Phải trả người lao động	1.377	1.499	1.635
Phải trả ngắn hạn khác	2.319	2.523	2.753
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>26.115</b>	<b>26.706</b>	<b>27.370</b>
Vay & nợ dài hạn	250	250	250
Các khoản phải trả khác	148.023	172.400	199.026
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>148.273</b>	<b>172.650</b>	<b>199.276</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>20.497</b>	<b>22.594</b>	<b>24.957</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	909	1.029	1.209
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>21.406</b>	<b>23.623</b>	<b>26.166</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>195.794</b>	<b>222.978</b>	<b>252.811</b>

	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT phí	11,4%	8,6%	9,0%
Tăng trưởng đầu tư ròng	5,7%	36,0%	24,8%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	(11,7%)	63,6%	28,5%
Tăng trưởng LN ròng	(13,6%)	66,4%	27,4%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	2.208	3.675	4.683
BVPS (VND)	27.612	30.437	33.620
Cổ tức / cp (VND)	850	1.500	2.000

**Các chỉ số chính**

	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Chỉ số tái bảo hiểm</b>	6,7%	7,5%	7,2%
Chỉ số giữ lại	95,1%	94,2%	94,4%
Chỉ số bồi thường	35,0%	36,2%	37,0%
Chỉ số chi phí	27,3%	28,7%	29,6%
Chỉ số kết hợp	62,3%	64,9%	66,6%
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>			
ROAA	0,9%	1,3%	1,5%
ROAE	7,9%	12,7%	14,6%
Tỷ lệ trả cổ tức	38,5%	40,8%	42,7%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Vũ Thế Quân – Chuyên viên Phân tích

Email: [quan.vuthe@vndirect.com.vn](mailto:quan.vuthe@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>