

BVH – TRUNG LẬP

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 30/5/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	43.800
KLGD TB 10 ngày	613.600
Vốn hoá (tỷ đồng)	32.513
Số lượng CPLH	742.322.764

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phùng Thị Quỳnh Liên
ptqlien@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6990 ext 372

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI CẦN CẢI THIỆN

Kết quả kinh doanh: Quý I/2023, lợi nhuận trước thuế tăng trưởng, đạt 657 tỷ đồng (+5,12%) nhưng chủ yếu được kéo lại từ hoạt động đầu tư tài chính do hoạt động kinh doanh bảo hiểm cốt lõi ghi nhận lỗ trong 6 năm liên tiếp. Doanh thu phí bảo hiểm tăng trưởng thấp hơn trung bình ngành.

Triển vọng:

(1) **Triển vọng chung thuận lợi cho sự phát triển của ngành bảo hiểm:** Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm nói chung và bảo hiểm phi nhân thọ nói riêng còn thấp trong điều kiện vĩ mô và nhân khẩu học của Việt Nam thuận lợi cho ngành bảo hiểm phát triển.

(2) **Vị thế dẫn đầu ngành bảo hiểm:** BVH duy trì vị trí quán quân về thị phần doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ và Top 2 mảng bảo hiểm phi nhân thọ. Do đó, BVH có lợi thế vươn lên trở lại vị trí Top đầu ở cả mảng bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ.

(3) **Nền lãi suất ngân hàng đang tăng giúp tăng trưởng lợi suất đầu tư từ tiền gửi:** Danh mục đầu tư của BVH có tới 64% giá trị là tiền gửi ngân hàng nhiều kỳ hạn. Khi lãi suất ngân hàng 2023 đang ở mức tăng cao là bộ đệm tốt cải thiện lợi suất đầu tư của BVH.

(4) **Nỗ lực chuyển đổi số để tiết chế chi phí vận hành, tăng trưởng LNTT:** Hiện nay công ty vẫn tiếp tục nâng cấp kênh số để phục vụ khách hàng trong việc thanh toán và tra cứu sản phẩm. Số lượng giao dịch qua kênh online đã tăng trưởng 30% so với thời điểm cuối 2019.

(5) **Trong dài hạn, thoái vốn SCIC và nối room đầu tư nước ngoài tăng cơ hội sở hữu từ nước ngoài, cải thiện kinh doanh:** Khi việc thoái vốn và nối room được thông qua, BVH có cơ hội mở rộng sở hữu từ đối tác chiến lược nước ngoài giúp nâng cao năng lực quản trị và đẩy nhanh lộ trình chuyển đổi.

Khuyến nghị: Chúng tôi dự phóng BVH có thể đạt **2.357 tỷ đồng LNTT** năm 2023 (+17,2% yoy) và khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu BVH với giá hợp lý là 46.159 đồng/cổ phiếu.

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023F
DTT từ HĐKD bảo hiểm	33,309	34,524	36,830	40,688	45,359
LNG từ HĐKD bảo hiểm	-765	-2,041	614	105	232
LNTT hoạt động bảo hiểm	-4,282	-5,797	-5,649	-6,197	-6,936
LNTT hoạt động tài chính	5,687	7,654	7,852	8,082	9,079
Tổng LNTT	1,512	1,953	2,398	2,010	2,357
Lợi suất danh mục đầu tư	4.6%	5.9%	5.5%	4.4%	4.9%
Tổng tài sản	128,238	146,413	169,505	201,664	207,219
VCSH	19,903	20,822	22,031	21,271	23,000
Danh mục ĐTTC (net dự phòng)	108,761	125,592	149,391	184,045	190,121
ROA	1.0%	1.2%	1.2%	0.8%	0.9%
ROE	6.7%	7.8%	8.9%	7.2%	8.2%
Tỷ lệ kết hợp	112.9%	116.8%	109.2%	109.6%	109.8%
Tỷ lệ chi trả	83.0%	86.1%	85.5%	88.8%	89.1%
Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp	29.9%	30.7%	23.7%	20.8%	20.7%

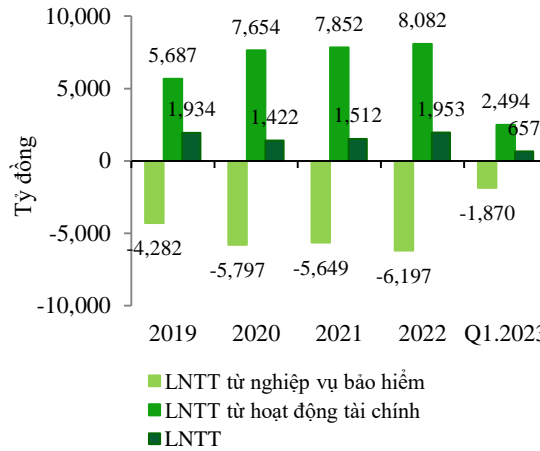
Nguồn: BVH, VCBS tổng hợp

KẾT QUẢ KINH DOANH

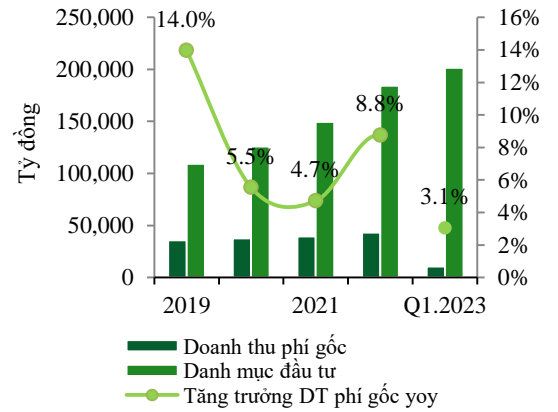
Doanh thu phí bảo hiểm tăng trưởng thấp hơn trung bình ngành

Năm 2022, doanh thu phí bảo hiểm của BVH đạt 42.651 tỷ đồng, +7% yoy, trong khi tăng trưởng doanh thu trung bình ngành đạt 16,2%. Quý I/2023, doanh thu phí bảo hiểm đạt 10.498 tỷ đồng, +4,8% trong khi tăng trưởng ngành đạt 6,8%.

Lợi nhuận trước thuế



Doanh thu phí gốc và danh mục đầu tư

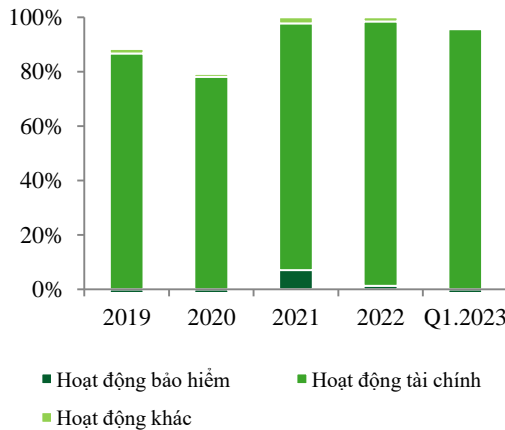


Lợi nhuận trước thuế tăng trưởng nhưng chủ yếu được kéo lại từ hoạt động đầu tư tài chính do hoạt động kinh doanh bảo hiểm cốt lõi ghi nhận lỗ trong 6 năm liên tiếp

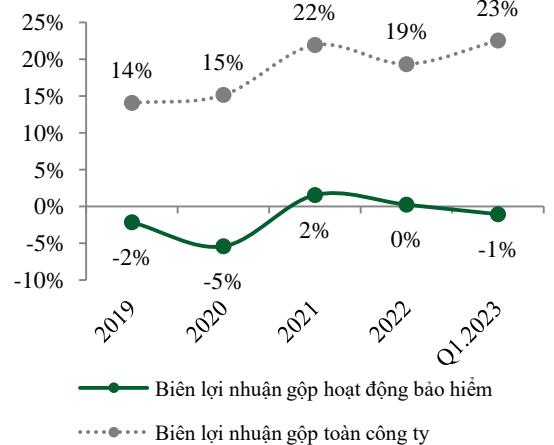
Năm 2022, LNTT ghi nhận 2.010 tỷ đồng, -16% yoy, trong đó lợi nhuận từ hoạt động tài chính ghi nhận lãi 8.082 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp từ kinh doanh bảo hiểm ghi nhận 105 tỷ đồng, -82,9% yoy. Quý I/2023, LNTT ghi nhận 657 tỷ đồng, +5,12% yoy, trong đó lợi nhuận từ hoạt động tài chính ghi nhận lãi 2.494 tỷ đồng, +23.5% yoy.

Biên lợi nhuận gộp hoạt động bảo hiểm cốt lõi giảm nhẹ xuống mức -1% (trong khi cuối 2022 là 0%) chứng tỏ hoạt động kinh doanh cốt lõi không hiệu quả. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp toàn công ty ở mức cao so với ngành: cuối 2022 đạt 19%, cuối quý I/2023 có sự tăng trưởng, đạt 23%.

Cơ cấu lợi nhuận gộp



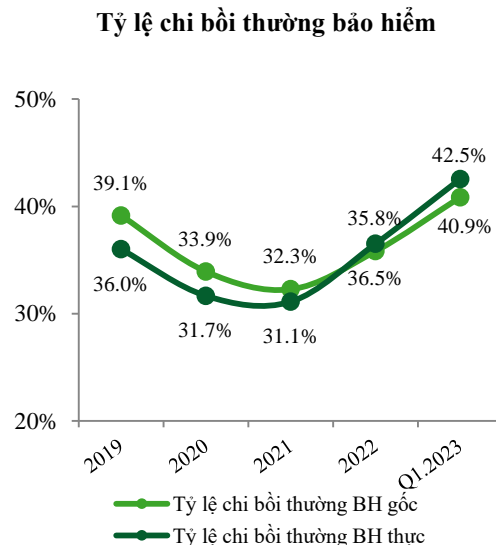
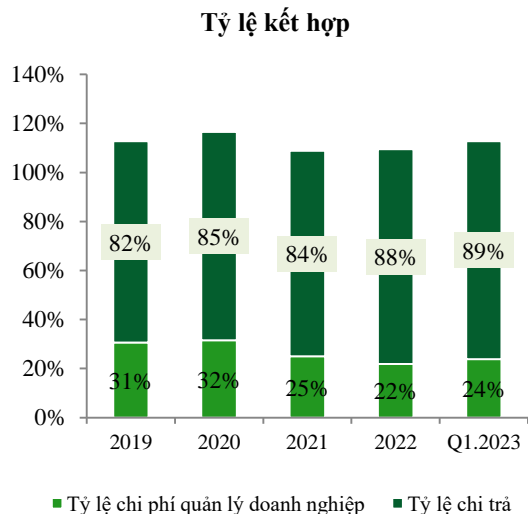
Biên lợi nhuận gộp



Tỷ lệ kết hợp luôn >100% trong diễn biến tỷ lệ chi trả tăng dần và tỷ lệ chi phí

Tỷ lệ chi bồi thường tăng mạnh từ cuối 2021 do nhu cầu đi lại và khám chữa bệnh tăng cao so với thời gian phong tỏa do dịch bệnh, từ 32,3% lên 40,9% đối với tỷ lệ chi gốc, 31,1% lên 42,5% đối với tỷ lệ chi thực.

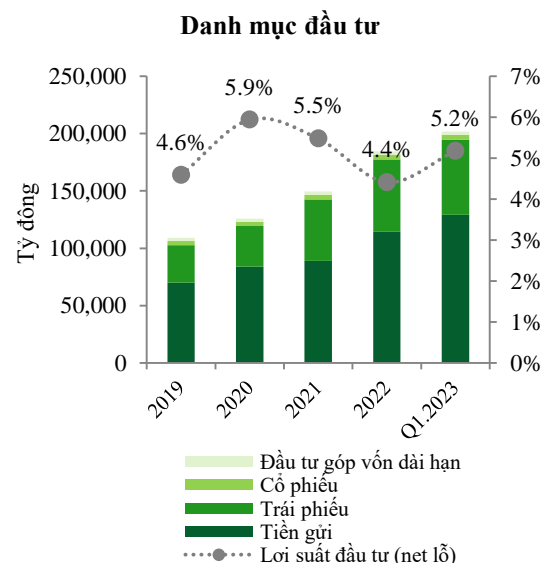
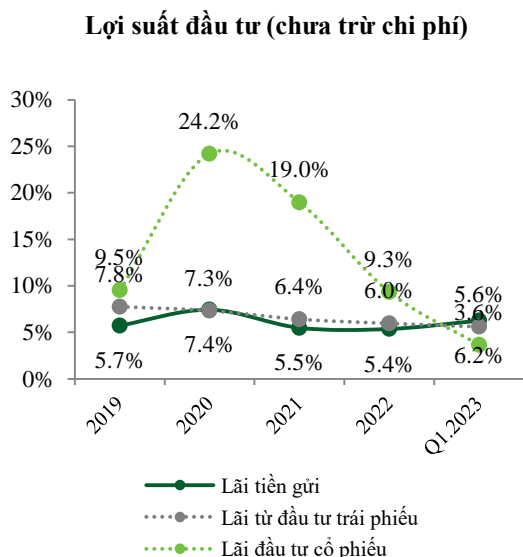
quản lí doanh nghiệp giảm mạnh



Trong khi đó, tỷ lệ chi phí quản lí doanh nghiệp giảm mạnh từ nỗ lực chuyển đổi số, từ 31% năm 2019 xuống 22% năm 2022, quý I/2023 tỷ lệ này tăng nhẹ lên 24%. Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo doanh nghiệp, tỷ lệ thanh toán và bồi thường qua ứng dụng tăng cao, cuối năm 2022 con số này tăng khoảng 30% so với giai đoạn 2019 giúp chi phí vận hành giảm mạnh.

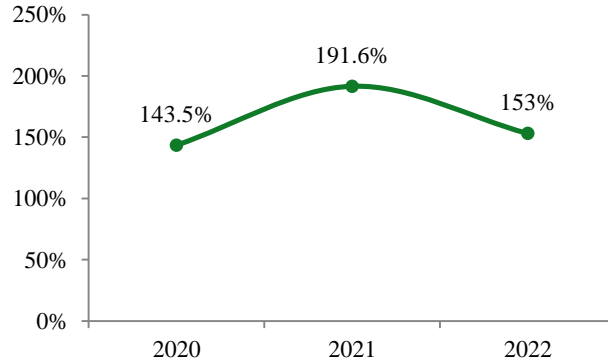
Danh mục đầu tư tăng trưởng nhờ lợi suất đầu tư cải thiện

Danh mục đầu tư tăng trưởng đạt 201.653 tỷ đồng cuối quý I/2023, trong đó 64% là tiền gửi. Lợi suất đầu tư quý I/2023 cải thiện đáng kể so với cuối năm 2022 (5,2% so với 4,4%), chủ yếu hưởng lợi từ nền lãi suất huy động tăng trưởng từ chính sách vĩ mô.



Biên thanh toán tối thiểu ở mức tốt, cao hơn tối thiểu của Bộ Tài chính quy định (100%).

Tỷ lệ biên thanh toán tối thiểu



Lợi nhuận các mảng kinh doanh khác

Lĩnh vực quản lý quỹ tiếp đà tăng trưởng tốt. Quý I, tổng tài sản quản lý ròng của Công ty Quản lý Quỹ Bảo Việt (BVF) tiếp tục đà tăng trưởng tốt, đạt gần 113.000 tỷ đồng, tăng 3,6% so với thời điểm 31/12/2022; tổng doanh thu đạt 37,3 tỷ đồng tăng trưởng 4,6% so với cùng kỳ 2022, lợi nhuận sau thuế đạt 17,4 tỷ đồng.

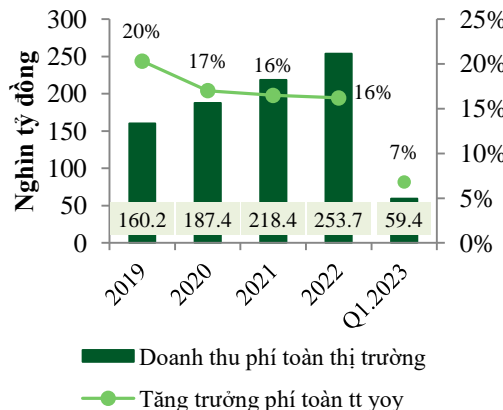
Lĩnh vực chứng khoán gặp khó khăn. Cuối quý I/2023, LNTT đạt 33,9 tỷ đồng, giảm gần 50% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chính là do sự sụt giảm đến từ cả mảng đầu tư chứng khoán và môi giới chứng khoán, doanh thu (net lỗ) lần lượt đạt 26 tỷ đồng và 46 tỷ đồng, đạt 1/3 so với cùng kỳ.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH VÀ RỦI RO

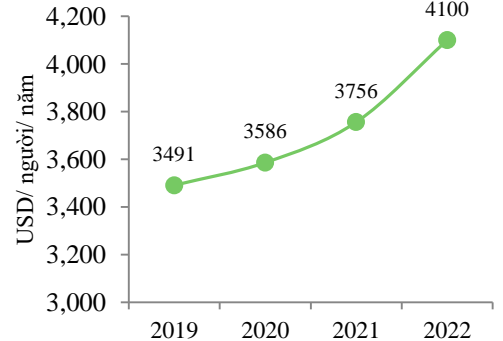
Triển vọng chung thuận lợi cho sự phát triển của cả ngành bảo hiểm

Năm 2022, tổng doanh thu phí ước đạt 251.306 tỷ đồng (tăng 15,14% so với 2021), tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm ở Việt Nam ước đạt 2,6%-2,8%, thấp hơn nhiều so với tỷ lệ thâm nhập trung bình trên thế giới là 7%, và một số nước khác như Đài Loan (15%), Ấn Độ (4%), Trung Quốc (3.9%), Nhật (8%),... Quý I/2023, doanh thu phí toàn thị trường đạt khoảng 59,4 nghìn tỷ đồng, +6,8% yoy. Trong bối cảnh nhân khẩu học của Việt Nam như tỉ lệ dân số lí tưởng, tốc độ tăng dân số ổn định, thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam đang tăng trưởng và nhận thức của người dân về bảo hiểm tăng lên, chúng tôi nhận định ngành bảo hiểm còn nhiều tiềm năng tăng trưởng và đang trong điều kiện thuận lợi để phát triển.

Doanh thu phí BH và tăng trưởng



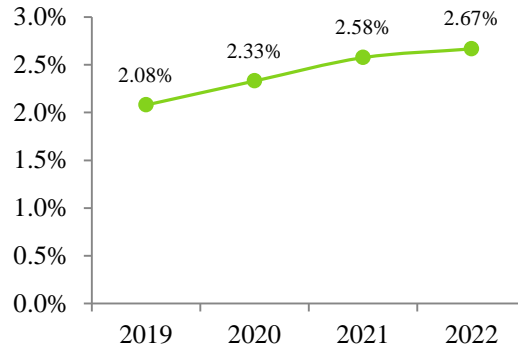
GDP bình quân đầu người



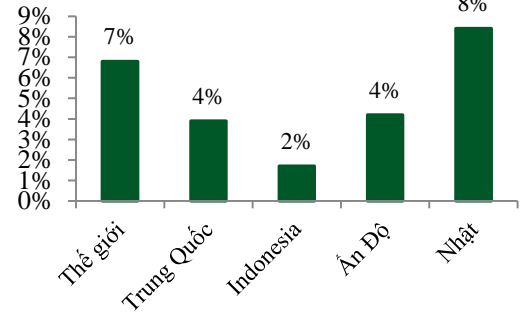
Nguồn: Niên giám bảo hiểm, Bloomberg, VCBS tổng hợp

Với nỗ lực đa dạng hóa sản phẩm và đẩy mạnh các kênh bán hàng (truyền thống, qua ngân hàng, online), tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm cải thiện qua các năm và dự báo tiếp tục giữ đà tăng trưởng trong tương lai gần, tiệm cận với mức trung bình của thế giới.

Tỷ lệ thâm nhập BH ở Việt Nam



Tỷ lệ thâm nhập BH thế giới 2021

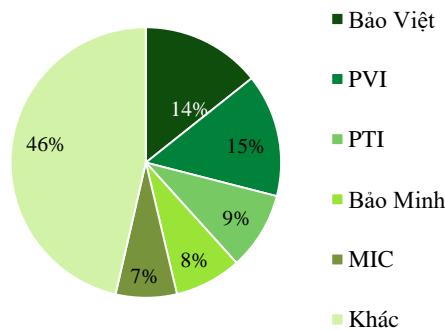


Nguồn: Worldbank, Statista, VCBS tổng hợp và ước tính

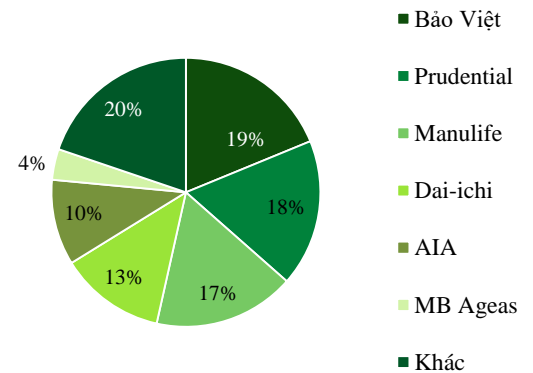
Lợi thế chiếm lĩnh thị phần: BVH duy trì vị trí quán quân về thị phần doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ và Top 2 mảng bảo hiểm phi nhân thọ

Tính đến 31/12/2022, thị trường bảo hiểm có 78 doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm, trong đó có 31 doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ, 19 doanh nghiệp nhân thọ, 02 doanh nghiệp tái bảo hiểm, 26 doanh nghiệp môi giới bảo hiểm và 01 chi nhánh doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ nước ngoài. Trong đó, thị phần bảo hiểm phi nhân thọ có sự thay đổi: PVI đã vượt Bảo hiểm Bảo Việt (BHBV) dẫn đầu về thị phần, PVI chiếm 14,7% thị phần, BHBV chiếm 14,4%. Bảo Việt Nhân thọ vẫn giữ ngôi vị quán quân doanh thu ở mảng bảo hiểm nhân thọ với thị phần 19%, tiếp đến là Prudential 18%.

Thị phần doanh thu phí BH PNT 2022



Thị phần doanh thu phí BH NT 2022

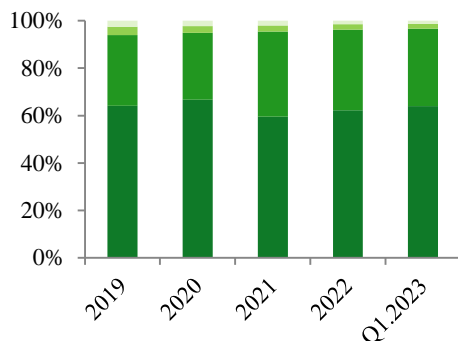


Nguồn: Niên giám bảo hiểm, VCBS tổng hợp

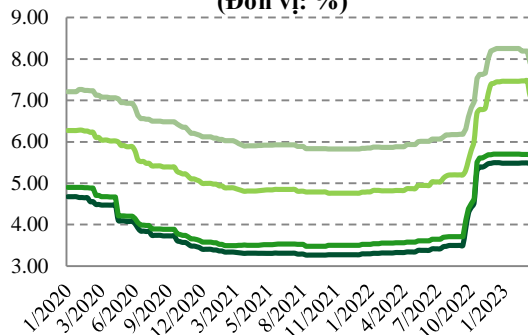
Nền lãi suất ngân hàng đang tăng giúp tăng trưởng lợi suất đầu tư từ tiền gửi

Danh mục đầu tư của BVH có tới 64% giá trị là tiền gửi ngân hàng nhiều kỳ hạn. Khi lãi suất ngân hàng 2023 đang ở mức tăng cao so với 3 năm dịch bệnh là điểm sáng giúp lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tiền gửi của BVH tăng trưởng.

Danh mục đầu tư



Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (Đơn vị: %)



■ Tiền gửi ■ Trái phiếu ■ Cổ phiếu ■ Đầu tư góp vốn dài hạn
 — HD 1 tháng — HD 3 tháng
— HD 6 tháng — HD trên 12 tháng

Nỗ lực chuyển đổi số để tiết chế chi phí vận hành, tăng trưởng LNTT

Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo công ty, BVH đã có kênh bán hàng trực tuyến qua web, qua app để khách hàng có thể mua được sản phẩm thuận tiện. Hiện nay công ty vẫn tiếp tục nâng cấp kênh số để phục vụ khách hàng trong việc thanh toán và tra cứu sản phẩm. Số lượng giao dịch qua kênh online đã tăng trưởng 30% so với thời điểm cuối 2019.

Trong dài hạn, thoái vốn SCIC và nói room đầu tư nước ngoài tăng cơ hội sở hữu từ nước ngoài, cải thiện kinh doanh

Ban lãnh đạo công ty cho biết, theo đề án thoái vốn, SCIC sẽ nắm giữ giữ vốn tại BVH trong thời gian 2023-2025. Khi việc thoái vốn và nói room được thông qua, BVH có cơ hội mở rộng sở hữu từ đối tác chiến lược nước ngoài giúp nâng cao năng lực quản trị và đẩy nhanh lộ trình chuyển đổi và phát triển.

Rủi ro

Các rủi ro đối với BVH bao gồm:

- Rủi ro cạnh tranh trên thị trường:** thị trường ngày càng xuất hiện nhiều doanh nghiệp bảo hiểm nước ngoài có vốn lớn, kinh nghiệm dày dặn trong việc thiết kế và phát triển sản phẩm, làm tăng cạnh tranh trên thị trường. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp bảo hiểm tích cực đẩy bán qua kênh bancassurance, ứng dụng, liên kết chiến lược trong khi BVH chủ yếu bán qua kênh đại lý (99% doanh thu phí). Năm 2022, doanh thu khai thác mới (FYP) chứng kiến sự thay đổi mạnh trong thị phần, cụ thể Bảo Việt nhân thọ giảm -12,8% yoy, Prudential +40% yoy... Điều này ảnh hưởng đến mức phủ sóng và cạnh tranh của BVH.
- Rủi ro quản lý danh mục đầu tư cổ phiếu:** thị trường chứng khoán biến động có thể ảnh hưởng tiêu cực đến lợi suất đầu tư của BVH khi tỷ lệ trích lập dự phòng chứng khoán tăng lên
- Rủi ro tâm lý do một số vụ việc gây xôn xao thị trường bảo hiểm gần đây:** một số “lùm xùm” vừa qua trên thị trường bảo hiểm do người mua không hiểu rõ hợp đồng, tư vấn viên không cung cấp đầy đủ hợp đồng khiến tâm lý người mua bảo hiểm e ngại, gây ảnh hưởng chung đến thị trường bảo hiểm.

ĐỊNH GIÁ

Dự phóng

Dự phóng của chúng tôi dựa trên một số giả định chủ yếu sau:

- Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc đạt 6,6% cho năm 2023.
- Tỷ lệ chi trả giữ nguyên ở mức 89%.

- (3) Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp giữ nguyên ở mức 22%.
- (4) Danh mục đầu tư (đã trừ dự phòng) cuối năm 2023 khoảng 190.121 tỷ đồng, tăng khoảng 3,3% so với cuối 2022.
- (5) Lợi suất đầu tư tăng so với năm ngoái, ở mức 4,9%.

Như vậy, chúng tôi ước tính BVH có thể đạt **2.357 tỷ đồng LNTT năm 2023** (+17,2% yoy), tương đương EPS đạt 2.450 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 30.984 đồng/cổ phiếu.

Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022	Tăng trưởng	2023F	Tăng trưởng
DTT từ HĐKD bảo hiểm	36,830	40,688	10.5%	45,359	11.5%
LNG từ HĐKD bảo hiểm	614	105	-82.9%	232	121.6%
Lợi nhuận HĐ tài chính	7,852	8,082	2.9%	9,079	12.3%
LNTT	2,398	2,010	-16.2%	2,357	17.2%
ROE	8.9%	7.2%		8.2%	

Nguồn: VCBS ước tính

Phương pháp P/B:

Chúng tôi sử dụng mẫu so sánh bao gồm các công ty bảo hiểm phi nhân thọ niêm yết có hiệu quả kinh doanh tương đồng để thực hiện việc định giá: Với hệ số nhân P/B trung vị ngành 1,5x, mức định giá hợp lý của BVH là 44.624 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp thu nhập thặng dư (RI)

Chiết khấu giá trị thặng dư với lợi suất yêu cầu VCSH tại 12,6%:

Đơn vị: tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Vốn chủ sở hữu cuối kỳ	22,031	23,469	25,179	27,945	31,733	36,538	42,967
Lợi nhuận của cổ đông cty mẹ	2,018	1,626	1,906	2,996	4,051	5,101	6,776
Lợi nhuận yêu cầu			2,957	3,173	3,521	3,998	4,604
Thu nhập thặng dư			-1,051	-176	530	1,102	2,172
Giá trị hiện tại của Terminal Value							12.130
Tổng giá trị hiện tại							35.583
Số lượng CPLH (triệu cp)							742.3
Giá cổ phiếu BVH							47.694

Kết hợp các phương pháp định giá: mức giá hợp lý 46.159 đồng/CP

Sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá P/B và thu nhập thặng dư RI với tỷ trọng cân bằng. Giá hợp lý cho cổ phiếu BMI là 46.159 đồng/cổ phiếu:

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	44.624	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	47.694	50%
Giá hợp lý	46.159	

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khuyến nghị:

TRUNG LẬP

BVH là tập đoàn bảo hiểm lâu đời trên thị trường bảo hiểm Việt Nam thuộc quản lí của nhà nước. Gần đây, BVH đã tích cực chuyển đổi trong vận hành, đa dạng hóa sản phẩm và đã đạt được những thành tựu đáng kể. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh cốt lõi cần cải thiện do tỷ lệ kết hợp luôn vượt 100% và tỷ lệ tăng trưởng thấp hơn trung bình ngành.

Do đó, chúng tôi ước tính BVH có thể đạt **2.357 tỷ đồng LNTT** năm 2023 (+17,2% yoy) và khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu BVH với giá hợp lý là 46.159 đồng/cổ phiếu.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng
Giám đốc
Nghiên cứu & Phân tích
tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn
Trưởng phòng
Phân tích doanh nghiệp
mdtuan@vcbs.com.vn

Phùng Thị Quỳnh Liên
Chuyên viên Phân tích cao cấp
ptqlien@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>